Professional Management Expertise Center



مركز الخبرات المهنية للإدارة





INTEGRATED
TRAINING
MODULES

١٠/١٢ منهج المهارات المالية والمحاسبية

١٠/١٢/٣ المتخصصة

١٠/١٢/٣/٣ البورصات المالية وتكوين محافظ الإستثمار



إعداد المادة العلمية :
خبراء مركز الخبرات المهنية للإدارة «بميك»

تحت إشراف :
د.عبد الرحمن توفيق

الطبعة الثالثة
٢٠٠٤

١٠/١٢ منهج المهارات المالية والمحاسبية

١٠/١٢/٣ المتخصصة

١٠/١٢/٣/٣ البورصات المالية وتكوين محافظ الإستثمار





البورصات المالية وتقييم محافظ الاستثمار

وظائف الأسواق المالية

Functions of financial Markets

تؤدي الأسواق المالية وظيفتها الإقتصادية من خلال تسهيل انتقال الموارد الإقتصادية الحقيقية من المقرض إلي المقترض . فالمقترضين يحققون عائداً من عملياتهم ويرغبون في إدخار جزء منه لإستخدامه في المستقبل . فهم يستطيعون كسب عائداً علي هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه " أي إقراض جزء من قوتهم الشرائية " إلي أشخاص آخرين يرغبون في الحصول علي موارد حقيقية " من خلال شرائهم للمعدات والآلات ، والإستفادة من خدمات القوة العاملة ، والاراضي .. إلخ " . وهكذا فالموارد الحقيقية تتدفق إلي المقترضين وبعيداً عن المقرضين .

أما المقرضون الذين خفضوا من إستهلاكهم الحالي ، فإنهم سيحصلون علي دخل أكبر " ومستوي إستهلاكي أكبر إذا رغبوا في ذلك " عندما يحين ميعاد إستحقاق أموالهم التي قدموها إلي المقترضين . فعندما يستخدم المقترضون الأموال بإنتاجية عالية – من خلال إستثمارها في آلات جديدة مثلاً – فأنهم يحققون عائداً كبيراً ، وبالتالي ترتفع مستويات المعيشة ، ليس فقط للمقترضين ولكن لجميع الأفراد العاملين في المجتمع .

إن تسهيل إنتقال الموارد الحقيقية من خلال الأسواق المالية أنما يخدم الأقتصاد القومي ويزيد من " رفاهية " المواطنين . فهي تتيح لرجال الأعمال فرصة الحصول علي الأموال اللازمة للقيام بالمشروعات التي تقدم السلع والخدمات التي يرغبها المواطنون ، حتي إذا تغيرت أذواق المستهلكين . فأنه من الضروري أن تستجيب عناصر الإنتاج بسرعة وتتحول إلي المشروعات التي تشبع الأذواق الجديدة ، وتعتبر الأموال من أهم هذه العناصر . لذلك فإن الأسواق المالية تعمل علي إنسياب هذه الأموال إلي هذه المشروعات بكفاءة أعلي وبسرعة أكبر . وبالتالي تتحقق الوظيفة الإقتصادية لها .

أما الوظيفة الثانية فهي " تمويلية " فهي تعمل علي تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الإقتصادية التي تتوافر فيها أموال فائضة عن برامجها الإستثمارية Saving – Surplus إلي الوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلي حجم خططها الإستثمارية Saving - Deficit فإذا تصورنا عدم وجود هذه الأسواق ، فأن الوحدات الإقتصادية لن تقوم ببرامجها الإستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها الحالية ، وهذا معناه أنها ستؤجل هذه الإستثمارات لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري ، ومن الناحية الأخري ، قد تكون هناك وحدات إقتصادية لديها مدخرات متراكمة ولكن ليس لديها فرصة إستثمارية متاحة ، وبالتالي تبقي الأموال لديها عاطلة .

إن هذا الإنسياب المستمر من الوحدات التي تحقق فائض إلي الوحدات التي تعاني من العجز يساعد علي زيادة حجم الإستثمارات في الإقتصاد القومي ، وزيادة معدل النمو الإقتصادي ، وتحقيق مستوي إشباع أكبر لحاجات الأفراد . ولايغيب عن الذهن أن المقرضين " سواء أفراد أو وحدات إقتصادية " يحصلون علي أصول مالية مقابل الأموال التي يقرضونها للغير ، هذه الأصول تحقق عائداً لهم ، ومن الناحية الأخري ، فأن ثروة هؤلاء المقرضين يتم الإحتفاظ بها في أصول " منتجة " بدلا من إضطرارهم إلي الملكية المباشرة للأصول " الحقيقية " Real Assets في المشروعات المختلفة .

حقيقة الأمر ، أنه لايوجد فرق " حاسم " بين الوظيفة الإقتصادية والوظيفة التمويلية للأسواق المالية ، ولكن لأغراض التحليل والدراسة فأن الإقتصاديين يرسمون هذا الفرق ، وعموما يمكن القول بأنه إذا تأثرت الموارد الحقيقية من خلال هذه الأسواق ، فإننا نكون بصدد الوظيفة الإقتصادية ، أما إذا حدث تأثير بسيط علي تخصيص الموارد الحقيقية من خلال عمليات إنتقال الأموال ، فأننا نكون إزاء الوظيفة التمويلية لهذه الأسواق .

تصنيف الأسواق المالية

The Classification of Financial Markets

لكي ندرس ونحلل مختلف أنواع الأسواق المالية في إقتصاد ما . يكون من المفيد تصنيفها إلي أكثر من مصنف . وعلي الرغم من إعترافنا بأن هذا التصنيف يكون حكيماً . إلا أننا نقدم لك أفضل هذه التصنيفات من وجهة نظرنا :

١ - الأسواق الأولية والأسواق الثانوية .

٢ - أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية .

٣ - أسواق النقود وأسواق رأس المال .

وسنعرض لك خصائص كل تقسيم في السطور التالية :

١ - الأسواق الأولية والأسواق الثانوية Primary Vs. Secondary Markets

فالأسواق الأولية هي الأسواق التي يتم فيها إصدار وبيع الإصدارات " الجديدة " من الأوراق المالية . ففي هذا السوق تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية بغرض الحصول علي التمويل اللازم لعملياتها الإستثمارية . هذه الأوراق قد يتم شرائها " مباشرة " سواء من قبل المنشأت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموالاً للإستثمار . ومع ذلك . فإن غالبية هذه الإصدارات طويلة الآجل يتم شرائها بواسطة " مصرفيو الإستثمار " أو " أمناء الإكتتاب " في الأوراق المالية .

وبعد أن يقوم أمناء الإكتتاب بشراء هذه الأوراق . يمكنهم إعادة بيعها في هذا السوق، وأية أرباح يحصلون عليها تكون هي الفرق بين السعر الأولي للشراء وسعر إعادة البيع لهذه الأوراق . أما الأسواق الثانوية فهي الأسواق التي يتم فيها التعامل مع الأوراق المالية الحالية " الأصول المالية " . فطالما أن المصدر الأصلي للأوراق المالية

غير مضطر إلي إستردادها Redeem قبل تاريخ إستحقاقها . فأن هذه الأسواق تسمح للمستثمرين بإستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ .

وما هو معروف . فأن السوق الثانوي النشط " يعزز " من قيمة الأصول المالية محل التعامل فيه . كما أنه من ناحية أخري . فإن مدي سهولة وملائمة عمليات المتاجرة فيه ودون تحمل المستثمرين لخسائر ملموسة " إلي حد ما " . إنما يعد مقياساً لمدي " السيولة " التي يتمتع بها هذا السوق .

٢ - أسواق القروض وأسواق الأوراق المالية Loans Vs. Securities Markets

في أسواق القروض يتم الحصول علي الأموال من خلال المفاوضات المباشرة بين المقرض والمقترض وجها لوجه . فالعلاقة والمعرفة الشخصية بينهما من الأهمية بمكان . فغالبية الإئتمان الإستهلاكي المقدم لشراء السلع المعمرة والمنازل يأخذ شكل القرض . كذلك فإن القروض التي تحصل عليها شركات الأعمال من البنوك التجارية لمدد قصيرة الآجل تتم في هذا السوق أيضاً . وبالنسبة لأسواق الأوراق المالية . فأنه علي عكس أسواق القروض . لاتوجد العلاقة المباشرة بين المشترين والبائعين فيها . فهناك دائما " الوسيط " أي سماسرة الأوراق المالية أو " بيوت " التعامل في هذه الأوراق .

وهذه الأسواق يمكن تقسيمها إلي أقسام فرعية علي حسب الأدوات محل التعامل فيها . فهناك سوق لأدوات الديون Debt Instruments ، مثل السندات . وسوق لأدوات الملكية Equities . ومن أمثلتها الأسهم العادية . فالسندات تمثل إلتزاماً علي الشركات المصدرة لها قبل حامليها . أما الأسهم العادية فهي تمثل مشاركة " أو مساهمة " حاملها في رأس مال الشركة المصدرة . وعلي الرغم من إختلاف الطبيعة القانونية والآثار المالية لكل منهما . إلا أنه من الملائم إعتبار الأثنين أوراقاً مالية . من خلالهما يمكن للشركة الحصول علي التمويل اللازم لها .

ويلاحظ أن التعامل في سوق الأوراق المالية هذه يمكن أن يتم طبقاً للقواعد والإجراءات القانونية المنظمة لهذه السوق " Floor " أو يتم من خلال التعاقدات الشخصية أو الإتصالات التليفونية بين السماسرة وبيوت التعامل في هذه الأوراق "

Over the Counter " وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشكل التعامل الأخير غالبية التعامل في الأوراق المالية .

ومع ذلك ، يلاحظ أن بعض مصدري الأوراق المالية يتفاوضون مباشرة مع المستثمرين – وجهاً لوجه – أو كما يطلق عليه " إتفاقيات التمويل الخاصة " Private Placement. ومن أمثلة ذلك قيام أحدي الشركات بإصدار سندات وترتب مع أحدي شركات التأمين لشرائها ، ولهذا فسواء كان المقرضين والمقترضين معروفين لبعضهم البعض أم لا ، فإن هذا لايعد معياراً كافياً للتمييز بين سوق القرض وسوق الأوراق المالية .

٣ – أسواق النقود وأسواق رأس المال Money Vs. Capital Markets

يقصد بأسواق النقود تلك الأسواق التي يكون التعامل فيها لآجال قصيرة ، هذه الآجال تغطي سنة علي الأكثر ، ووجود هذه الأسواق من الأهمية بمكان للسببين الآتيين :

أ - توفر للمشاركين فيها وسائل متعددة من خلالها يمكنهم تعديل مراكزهم " النقدية " ، فمن المعروف ، أن الأفراد والمنشأت عليهم إلتزامات معينة " ضرائب أو أقساط مثلاً " يتعين سدادها في المستقبل القريب ، فحتي يحين هذا المستقبل يمكنهم إستثمار أموالهم إستثماراً مؤقتاً في أدوات سوق النقود ويحققون عائداً ، وعندما يحين تاريخ سداد هذه الإلتزامات ، يقومون بتصفية هذه الإستثمارات وتحويلها إلي نقدية لسداد إلتزاماتهم .

ب – تمكن السلطات النقدية المركزية " بنوك مركزية أو أية مؤسسة مالية أيا كان أسمها لها نفس إختصاصات البنوك المركزية " من ممارسة الرقابة علي عرض النقود في الإقتصاد القومي من خلال القيام بعمليات السوق المفتوحة ، وتغير نسبة الإحتياطي المأخوذة من ودائع البنوك التجارية بما يتفق وأهداف الإقتصاد القومي .

أما أسواق رأس المال ، فهي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها لآجال طويلة ، أكثر من سنة . فالغرض الأساسي لهذه الأسواق هو تحويل المدخرات إلى الإستثمارات . ويتم ذلك بطريقتين :

أ - يقوم المدخرون بأنفسهم بشراء الأدوات المالية طويلة الآجل المصدرة ، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لإستثماراتها الرأسمالية .

ب - تقوم المنشأت المالية مثل : البنوك التجارية ، وشركات التأمين ، وجمعيات المدخرات والقروض بإستخدام مدخرات الأفراد المتاحة لديهم لتكوين « محافظ الإستثمارات » من خلال شرائهم للأوراق المالية في هذه الأسواق .

الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود

تتميز هـذه الأدوات عموماً بأن تاريخ إستحقاقها سنة فأقل . وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشأت الأعمال الكبيرة هي المصدر الأساسي لهذه الأدوات في هذا السوق . ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع فيه مايلي :

١- أذون الخزانة Treasury Bills

وهي صك تصدره الحكومة - من خلال وزارة الخزانة - بمقتضاه يحصل حامله علي عائد ثابت في تاريخ محدد . وتصدر هذه الأذون بتواريخ إستحقاق مختلفة . فهناك ٩١ يوم . ١٨٢ يوم . وأخيراً ٣٦٥ يوم . وفي هذه الأذون . لايتم دفع الفائدة للمستثمر " مباشرة " . حيث تباع الأوراق " بخصم " . وبالتالي فأن سعر الفائدة الحقيقي سيتحدد بناء علي مقدار الخصم . فمثلاً . إذا كان هناك إذن خزانة إستحقاقه ١٨٢ يوم وقيمته الأسمية ١٠٠ ج . وكان أقصي سعر تم الوصول إليه خلال عروض الشراء هو ٩٤.١٣ ج . فإن سعر الفائدة الذي يحصل عليه المستثمر لو اشتري هذا الإذن - وعلي أساس سنوي - هو .

$$\frac{١٠٠ - ٩٤.١٣}{١٠٠} \times \frac{٣٦٠}{١٨٢} = ١١,٦١\%$$

وتعتبر هذه الأذون مجالا إستثماريا ممتازاً " ومؤقتاً " للأموال المراد الإحتفاظ بها لمواجهة إحتياجات السيولة في المستقبل القريب . وذلك للأسباب التالية :

١/١ تعتبر إستثمارات خالية من المخاطر Risk Free . فهي أوراق حكومية تحمل ضمانها .

٢/١ لها سوق مستمر " سوق ثانوي " فالمتعاملين فيها علي إستعداد دائما للشراء أو البيع لكل الإصدارات الحالية منها .

٣/١ لاتوجد مخاطر لإنخفاض قيمتها إذ رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة إحتياجات السيولة عنده ، وذلك لقصر تاريخ إستحقاقها ، حتي إذا كانت التغيرات في معدلات الفوائد كبيرة ، فإن التغير الذي سيحدث في قيمتها سيكون صغيراً نسبياً .

٢ - الأوراق التجارية Commercial Pepar

وتمثل هذه الأوراق " فكرة أمريكية خالصة " ولايوجد بلد ثاني يستخدمها سوي كندا ، ولكن سوقها يعتبر ضئيل إذا قيس بحجم سوق هذه الأوراق في الولايات المتحدة الأمريكية فهي ببساطة وعد غير مؤكد بالدفع Promissory Note تصدره الشركات المعروفة جيداً والتي لها سمعة " جدارة " إئتمانية عالية ، ويقوم المقرضون بشرائه ، وعادة مايتروح تاريخ إستحقاق هذه الأوراق مابين أيام قليلة إلي ٢٧٠ يوم . وتقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالإحتفاظ في البنوك التي تتعامل معها " بحسابات إعتماد " غير مستخدمة لضمان قيمة هذه الأوراق ، وتبلغ قيمة هذه الحسابات أما قيمة الإصدار بالكامل أو تقل عنه قليلاً ، ولاشك أن هذا " يعزز " من الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة وتحقق هذه الأوراق مزايا لمصدرها ولمشتريها في نفس الوقت ، فبالنسبة للمصدر ، يكون سعر الفائدة عليها أقل من " سعر الفائدة الأولي " Prime Rate ، وهو السعر الذي تقرض به البنوك التجارية أفضل عملائها ، وبالنسبة للمشتري " المقرض " ، فإن هذه الأوراق تقدم عائداً له أعلي من الفوائد التي كان يمكن الحصول عليها من الأوراق المالية الأخري مثل أذون الخزانة .

٣ - شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit "NCD"

وهي إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة معلومة ، ويمكن لحامله إما الإحتفاظ به حتي تاريخ الإستحقاق وفي هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك أو أن يقوم ببيعه في " السوق الثانوي " إذا أضطر إلي ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة إلتزاماته المستحقة . وتختلف هذه الشهادات عن أذون الخزانة والأوراق التجارية في أمرين :

١ - أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الإستحقاق . فهي لاتباع بخصم .

٢ - تحسب الفائدة عليها على أساس ٣٦٥ يوم بدلا من ٣٦٠ يوم .

وتختلف أيضاً هذه الشهادات عن صور الودائع الأخري في البنوك . فالشهادات التي تكون قيمتها ١٠٠.٠٠٠ دولار أو مضاعفاتها لاتخضع للقيود التشريعية المصرفية في أمريكا والتي تنص علي حدود عليا لمعدلات الفوائد التي يتعين علي البنوك أن تدفعها للمودعين .

٤ - القبولات المصرفية Bank Acceptance

وتعتبر هذه الأداه من أقدم أدوات سوق النقد . وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية . فهي أمر بالدفع يطلب العميل من خلال البنك بأن يقوم بالدفع له أو لشخص ثالث معين في تاريخ محدد . ويصبح هذا الأمر « مقبول » إذا قام البنك بختمه بالعبارة السابقة . وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقود أو الإحتفاظ به حتي تاريخ إستحقاقه والذي يتراوح عادة مابين ٣٠ يوم إلي ١٧٠ يوم . وأن كانت فترة ٩٠ يوم هي الفترة الشائعة .

الأدوات المالية
محل التعامل في سوق رأس المال

وفي هذا السوق تستطيع الشركات الحصول علي التمويل طويل الآجل الذي تحتاجه من خلال طرح أسهم وسندات . ومما يمكنها من ذلك قيام المنشأت المالية بشراء جزء كبير من هذه الأصدارات وبالذات السندات . وتعتبر المخاطرة عاملا هاما في هذه السوق . صحيح أن الأدوات محل التعامل في أسواق النقود يمكن إعتبارها خالية من المخاطرة تقريباً بالنسبة لمخاطر عدم السداد ومخاطر تقلب أسعار هذه الأدوات نتيجة لقصر مدد إستحقاقها . إلا أن الأمر مختلف في سوق رأس المال . فجميع الأوراق المالية فيه - بإستثناء الأوراق المالية الحكومية - عرضة لهذه المخاطر .

١- الأسهم Stock

وتمثل الملكية Ownership في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلي تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الإستثمارية . كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بإنتظام سواء بغرض الحصول علي نقدية أو لتعديل محافظ إستثماراتهم الحالية . ويمكن التمييز بين شكلين للأسهم . الأسهم العادية . والأسهم الممتازة . وفيما يلي مختصر لخصائص كل منها .

١/١ الأسهم العادية Common Stock

يمتلك المستثمرون " حاملو هذه الأسهم " الشركة مثلهم مثل " الشركاء " في شركات الأشخاص . وعلي عكس باقي الأوراق المالية في السوق . فإنهم لايحصلون علي عائد محدد مقابل شرائهم لهذه الأسهم . فأية إيرادات لاتكون مخصصة لآخرين في الشركة يتم إستخدامها لمصلحتهم . سواء

كانت في شكل توزيعات أرباح أو أموال يتم إحتجازها بغرض إعادة إستثمارها من أجل توليد توزيعات أرباح أكبر في المستقبل .

وترتب علي ذلك ضرورة أن يمارس المساهمون العاديون نوعا من " الرقابة " علي الشركة لحماية حقوقهم ، والطريقة المعروفة هي إنتخاب " مجلس الإدارة " الذي يتولي بدوره إختيار " الإدارة العليا " المسئولة عن تسيير الشركة ، وبالإضافة إلي حق الإنتخاب السابق ، فأن للمساهم العادي الحقوق التالية :

أ - الحق في الحصول علي توزيعات الأرباح بمجرد أن تعلنها الإدارة في الشركة .

ب - الحق في فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها .

ج - الحق في الإقتراع علي عمليات الإدماج أو الأندماج .

د - الحق في الإكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكه حالياً فيها .

وفي هذا السوق يمكن التمييز بين الأنواع التالية من الأسهم العادية :

٢/١/١ الأسهم مرتفعة الجودة " الترتيب " Blue Chip Stocks

وهي أسهم الشركات الكبيرة والمعروفة ، والتي لها سجل أداء مالي جيد بالنسبة للإيرادات وتوزيعات الأرباح سواء في أوقات الرواج أو الأوقات السيئة ، فهي توزع أرباحها بمعدل ثابت بصرف النظر عن الأحوال الإقتصادية السائدة .

٣/١/١ أسهم النمو Growth Stock

وتتمثل في أسهم الشركات التي تزداد مبيعاتها وأرباحها بمعدل أكبر من معدلات النمو الإقتصادي العام ، وأكبر من معدلات النمو في أغلب الأسهم الأخري ، فهذه الشركات " مغامرة " تتطور بسرعة - قسم البحوث والتطوير فيها نشط - وتحتجز أغلب إيراداتها داخلها من أجل تمويل التوسعات ، وبالتالي فتوزيعات أرباحها صغيرة نسبياً .

٤/١/١ أسهم دخل Income Stock

يشتري المستثمرون الأسهم العادية أحياناً من أجل الحصول علي دخل جاري . صحيح أن هناك إتجاهاً في السنوات الأخيرة يتمثل في إنخفاض العائد الجاري من الأسهم بالمقارنة بالسندات أو شهادات الإدخار . إلا أن هناك أسهم تحقق عائداً أعلي من " العائد المتوسط " للأسهم . فأسهم الدخل هي الأسهم التي تولد عائد جاري كبير نسبياً .

٥/١/١ أسهم دفاعية Defensive Stock

وهي الأسهم التي تتأثر بدرجة أقل من تأثر الأسهم الأخري في الأوقات السيئة . فعنصر الأمان والأستقرار فيها كبير نسبياً . ومن أمثلتها أسهم شركات السلع والخدمات الضرورية للأنسان مثل أسهم شركات المنافع العامة " المياه . الكهرباء . الإتصالات . .. إلخ " وأسهم البنوك . وأسهم شركات المواد الغذائية .

٦/١/١ الأسهم المرتبطة بدورة الأعمال Cyclical Stocks

وهي الأسهم التي تتقلب أرباحها مع تقلبات دورة الأعمال . ففي الأحوال الإقتصادية الجيدة تزداد ربحية الشركة ويرتفع سعر سهمها العادي في السوق . وفي الأحوال الإقتصادية السيئة تنخفض أرباحها . وتتردي أسعار أسهمها في السوق . ومن أمثلة هذه الأسهم كل من أسهم شركات صناعة السيارات . وشركات صناعة الآلات والمعدات الهندسية .

٢/١ الأوراق المالية غير التقليدية في السوق المالي

تمثل حقوق الإستثمار في الأسهم العادية أدوات إستثمارية حديثة بالقياس إلي الأسهم العادية المعروفة بصورها السابقة . هذه الحقوق تلقي إهتماما متزايداً من الدوائر الإستثمارية في الأسواق المالية حاليا . وسنتناول بالتحليل اثنين من أشهرها .

١/٢/١ حقوق شراء الأسهم التي تصدرها الشركات Warrants

وهي شهادة تصدرها الشركة تعطي لحاملها حق شراء عدد محدد من أسهمها العادية بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة . وتتصف هذه الشهادة بالخصائص التالية :

- ليس لحاملها حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين .
- ليس لحاملها حق الحصول علي الأرباح الموزعة .
- لايتمتع حاملها بأية حقوق علي أصول الشركة .
- طويلة الأجل نسبياً . فقد تصل مدتها من ٥ سنوات إلي ٢٠ سنة . وأحياناً لايكون لها تاريخ إستحقاق .

وعادة ماتصدر الشركات هذه الشهادات مصاحبة لإصداراتها من السندات . فهي تساعد علي " جذب " Sweetener المستثمرين لتحقيق قبول أكثر لهذه السندات عند عرضها للإكتتاب العام . ويلاحظ أن سعر الشراء الثابت " أو سعر ممارسة الحق " يجعل هذه الشهادة أكثر قابلية " للمضاربة " Speculation بقيمتها بالقياس إلي قيمة الأسهم التي تتضمنها . فنسبة الزيادة أو النقص في القيمة السوقية للشهادة ستكون أكبر من نسبة الزيادة أو النقص في القيمة السوقية للسهم العادي نفسه .

مثال :

لنفرض أن سعر السهم في السوق لشركة " شادي " ٥٠ ج . وأنه يمكن شراء نفس السهم من خلال الحقوق التي تصدرها الشركة بسعر ٤٠ ج . وأنه حدثت زيادة في قيمة الأسهم قدرها ١٠ ج للسهم . فانه يمكن عرض النتائج التالية :

	الأسهم العادية	قيمة الحقوق
سعر السهم قبل الزيادة	٥٠ج	١٠ج
الزيادة في سعر السهم	١٠ ج	---
قيمة السهم بعد الزيادة	٦٠ ج	٢٠ ج
مقدار الزيادة	١٠ ج	١٠ ج
- نسبة الزيادة	٢٠٪	١٠٠٪

من الواضح أن المستثمر هنا يأخذ موقف الضارب ، فهو يأمل في إرتفاع القيمة السوقية للأسهم داخل " الحق " ، حيث يؤدي ذلك إلي أرتفاع أكبر في قيمة الحق نفسه ، فقد إرتفع سعر السهم بنسبة ٢٠٪ ، في حين أن الحق نفسه زادت قيمته بخمس أمثال قيمة زيادة السهم " أي ١٠٠٪ " .

وتحقق هذه الحقوق لحامليها المزايا التالية :

أ - لما كانت قيمة السهم داخل الحق أقل منها بالنسبة للسهم الذي يتم التعامل فيه في السوق ، فأن ذلك يعد المستثمر بإحتمالات عالية من أثر " الرافعة " Leverage ، فتأثيرها يرتكز علي إنخفاض مقدار الأموال المطلوبة للإستثمار ودون أن يؤثر ذلك علي أرتفاع القيمة السوقية لهذه الإستثمارات ، وبالتالي فأن المستثمر من خلال إستثمارات قليلة نسبياً يستطيع الحصول علي مزايا ملاك الشركة فيما يتعلق بالأرباح الرأسمالية .

ب - الإنخفاض النسبي لمخاطر التعامل في هذا النوع من الحقوق ، فطالما أن حجم الإستثمار فيها أقل من حجم الإستثمار في الأسهم العادية ، فإن حجم الخسائر - لو تحققت - سيكون أقل بالقياس إلي حالة الإستثمار المباشر في الأسهم العادية .

ج - إذا قام المستثمر بشراء السندات المصاحبة لهذه الحقوق ، فإن السند هذا يكون " معادلا " للسندات القابلة للتحويل إلي أسهم عادية Convertible Bond ، وبالتالي يتمتع حامل السند ببعض مزايا الأموال المملوكة من حيث إمكانية اشتراكه في " النمو " الذي يحدث في الشركة ، ويحدث ذلك عندما ترتفع القيمة السوقية للأسهم العادية ، وبالتالي تزداد قيمة الحقوق . هنا يستطيع المستثمر الإستفادة من هذه الزيادة من خلال ممارسة لحقه الثابت .

ولكن ، طالما أن هذا النوع من الحقوق يتيح للمستثمر فرصة المضاربة ، فإن تحقيقه لربح رأسمالي منها يتوقف علي حالة السوق المالي . فإذا كان السوق " تصاعدياً " أدي ذلك إلي تحقيق المستثمر لهذه الأرباح . أما إذا كان السوق " هابطاً " فإن قيمة الأموال المستثمرة في هذه الحقوق تهبط بسرعة .

١/٢/٢ حقوق شراء الأسهم التي يصدرها الأفراد Call Option

وهي شهادة تعطي الحق لحاملها في شراء عدد محدد من أسهم معينة - عادة مايكون ١٠٠ سهم من مستثمر آخر ، وبسعر محدد ، وخلال فترة زمنية معينة . وتتشابه خصائص هذه الشهادة مع شهادة شراء الأسهم التي تصدرها الشركات - والسابق دراستها - غير أن الإختلاف بينهما يتركز في الجهة المصدرة للحق . ففي حالتنا هذه يكون مصدر هذا الحق Option Maker المستثمرين الأفراد ، كما أن مدة نفاذه Expiration Date تكون أقل بكثير من الحقوق التي تصدرها الشركات .

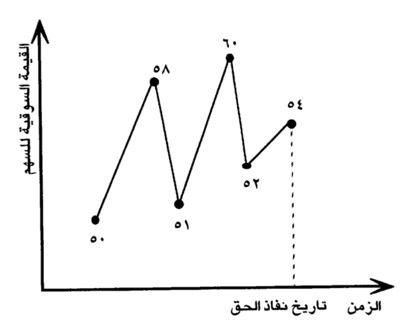
ويوفر السعر " التعاقدي " هنا إحتمالات تحقيق الأرباح للمستثمر ولاسيما إذا أرتفعت أسعار الأسهم في السوق والتي يتم التعامل فيها خلال هذا الحق ، فمثلا ، لنفرض أن سهما يباع الآن بمبلغ ٥٠ ج ، وأنه يمكن شراء حق قيمته ٥٠٠٠ ج - علي أساس أن الحق يحتوي علي ١٠٠ سهم - وأن سعر السهم ارتفع في السوق إلي ٧٥ ج عند تاريخ نفاذ الحق ، فإذا قام المستثمر بممارسة حقه ، فأنه سيقوم بشراء السهم بمبلغ ٥٠ ج من مصدر هذا الحق ، ثم يعيد بيع السهم في السوق بمبلغ ٧٥ج للسهم الواحد محققاً بذلك أرباح إجمالية قدرها ٢٥٠٠ ج .

والميزة الأساسية لهذه الحقوق تتمثل في تحقيق إرتباط أكبر بين المستثمر والسهم داخل هذا الحق ، هذا الإرتباط يقل كثيراً في حالة قيام المستثمر بالإستثمار مباشرة في السهم " من خلال الشراء المباشر له " . فمثلاً لنفرض أن المستثمر اشتري سهماً بسعر ٦٠ ج . فإذا أنخفض هذا السعر إلي ٥٠ ج وكان هذا السعر هو سعر شراء السهم داخل الحق فإن المستثمر يبيع السهم.

وفي حالة إرتفاعه مرة ثانية إلي ٦٠ ج أو أكثر . فإن المستثمر يعاني من الندم . هذا الإحساس لايلم بالمستثمر في الحق . وتفسير ذلك :

أ - أن أقصي خسارة يمكن للمستثمر في الحق تحملها هي أن يصل سعر السهم في السوق إلي سعر الشراء للسهم داخل الحق .

ب - لما كانت قيمة الحق لاتصل إلي الصفر مهما كان الإنخفاض كبيراً من سعر السهم في السوق . وكان هناك فترة زمنية كافية مازالت موجودة في عمر الحق ولم ينفذ بعد . فإن هذه الفترة تمثل " وسادة " لإمتصاص حدة الهبوط تمهيداً لدورة أخري ترتفع فيها الأسعار في السوق . ويتضح ذلك في الشكل التالي :



ولكن يؤخذ علي هذه الأداة الإستثمارية الجديدة في السوق المالي أنها لاتناسب المستثمر " المتحفظ " فالفترة الزمنية بالنسبة لها قصيرة ، وبالتالي قد لايجد المستثمر متسعاً من الوقت لتصحيح تصرفاته الإستثمارية الخاطئة .

وكذلك يلاحظ أن هذه الحقوق لايمكن إستخدامها كضمان عند الإقتراض من الغير ، بعكس الحال في الأسهم العادية محل التعامل مباشرة في السوق ، حيث يمكن للمستثمر فتح حساب " ملكية " بهذه الأسهم لدي السماسرة والإقتراض بضمانها لشراء المزيد من الأوراق المالية .

٣/١ الأسهم الممتازة Preferred Stock

وتقع هذه الأسهم في مكان " وسط " بين الأسهم العادية والديون ، حيث يتحدد لها نسبة " توزيعات أرباح " معروفة مقدماً لحامل هذه الأسهم ، ولكن لايوجد إلتزام قانوني بدفع هذه التوزيعات ، وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها ، ولكن من المشاهد أن مصالح هؤلاء المساهمين محمية من خلال :

- أن غالبية هذه الأسهم " مجمعة " للأرباح ، هذا معناه أن حملة الأسهم العادية لايحصلون علي توزيعات حتي يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة .

- إذا لم توزع الشركة علي المساهمين النسبة المحددة لهم لمدة معينة ، جاز لهم إستبدال عدد قليل من أعضاء مجلس الإدارة بأعضاء جدد يختاروهم .

والواقع أن الشركات لاتتوقف عن دفع هذه التوزيعات إلا في الأحوال الإقتصادية المتدهورة ، وتمثل شركات التأمين المشتري الرئيسي للأسهم الممتازة ، لأن الجزء الأكبر من توزيعات الأرباح التي تحصل عليها هذه الشركات يخصم من الدخل الخاضع للضريبة فيها .

٢ - **سندات الشركات** Corporate Bonds

وهي صكوك الديون التي تطرح في السوق المالي لآجال طويلة ، عادة مابين ٥ سنوات إلي ٣٠ سنة ، وتصدرها شركات الأعمال بإعتبارها مصدر أساسي من مصادر التمويل طويلة الآجل الخارجية . ويصاحب إصدار هذه السندات نوعين أساسين من الوثائق ، وهما :

أ - شهادة السند .

ب - وثيقة عقد إصدار السند .

وفيما يلي تفصيل مناسب لكل منهما :

أ - **شهادة السند** **Bond Certificate**

وهي تمثل دليل ملكية الحقوق التي يتضمنها السند ، وتحتوي علي معلومات محددة مثل متي وكيف يتم سداد الفوائد وأصل القرض ، وقد يكون السند هنا " مسجل " Registered باسم صاحبه في دفاتر الشركة حيث يتم إرسال الفوائد الدورية له من خلال البريد في تواريخ محددة ، أو قد تكون الفوائد " لصيقة " به علي شكل كوبونات Coupon Form يتعين نزعها وتسليمها إلي الشركة أو إلي البنك الذي يخدم هذا القرض للحصول علي قيمتها ، ومما لاشك فيه أن إحتمالات الخسارة - خسارة الفائدة - تكون عالية في حالة الكوبونات ، لانها تصرف لحاملها .

ب - **وثيقة عقد إصدار السند** **Indenture**

وهي وثيقة مطولة قد يصل عدد صفحاتها إلي المئات ، وفيها تتحدد تفاصيل الإتفاق بين المقترض " الشركة " وبين الدائنين " المستثمرين " وتشمل هذه التفاصيل النواحي التالية :

- سداد القرض .

- الوصف الكامل للأصول المرهونة لصالح الدائنين .

- تحديد مسئوليات القائم بإدارة وخدمة هذا الإصدار " قد يكون قسم داخل الشركة أو أحد البنوك ".

- مجموعة الشروط المقيدة Covenants لإدارة الشركة في قراراتها مثل عدم السماح بإصدار ديون اضافية ، وعدم التصرف بالبيع في أصول الشركة ، وتحديد مستوي معين من رأس المال العامل في الشركة لخدمة السيولة يتواجد بإستمرار .... إلخ .

وعلي الرغم من أن هذه الوثيقة تمثل إتفاق بين الشركة والدائنين ، إلا أنه لايتم التوصل إليه من خلال المفاوضات المباشرة بينهما ، بل يتم إعداد هذه الوثيقة وماتحويه من شروط وقواعد قبل إصدار القرض نفسه ، وعادة ماتكون الشروط السابقة هي الشروط الضرورية لنجاح هذا الإصدار وإقناع المستثمرين بالإكتتاب فيه . ومما لاشك فيه ، أن الجهة القائمة بإدارة وخدمة هذا القرض Trustee وعادة مايكون أحد البنوك يكون ممثلاً لحملة السندات هنا ، وتكون مهمته الأساسية ضمان تنفيذ الشركة للشروط والقواعد الواردة في هذه الوثيقة .

وتختلف السندات فيما بينها بالنسبة للخصائص التالية : القابلية للإستدعاء ، والضمانات المقدمة ، والقابلية للتحويل ، وطريقة السداد ، وأخيراً المخاطرة . وفيما يلي تفصيل لهذه الخصائص .

الخاصية الأولي - القابلية للإستدعاء Callability

ويقصد بها أن يكون للشركة مصدرة السند الحق في إسترداد السندات من المستثمرين قبل تاريخ إستحقاقها عن طريق إعادة شرائها من حامليها . ومما لاشك فيه أن هذا الشرط المتضمن في وثيقة إصدار السند من الأهمية بمكان لإدارة الشركة ، فهو يتيح لها المرونة اللازمة لتعديل هيكلها التمويلي كلما تطلب الأمر ذلك . فإذا كان السند " قابل للإستدعاء " فأن السعر الذي تدفعه الشركة للدائن هنا يجب أن يكون أكبر من القيمة الأسمية للسند بمقدار يعادل فوائد فترة زمنية تتراوح مابين ٦ أشهر إلي سنة كاملة . ويطلق علي هذا المبلغ " بدل الإستدعاء Call

Premium وهذا يمثل تعويضاً للمستثمر مقابل إسترداد أمواله مبكراً عن تاريخ الإستحقاق .

الخاصية الثانية : الضمانات المقدمة Security Offered

ويفرق هنا بين السندات غير المضمونة Debenture ، حيث يكون الضمان هنا هو اسم وشهرة الشركة مصدرة السندات ، وبين السندات المضمونة بأصول معينة ، ومن أمثلة الأخيرة السندات المضمونة بأصول حقيقية " مثل الأراضي والمباني " Mortgage Bons وشهادات استثمار الآلات والمعدات Equipment Trust Certificate حيث يكون الضمان هنا متمثل في الات ومعدات مثل عربات السكك الحديدية ، والطائرات ... إلخ بدلاً من الأراضي والمباني .

الخاصية الثالثة - القابلية للتحويل Convertibility

فالسند القابل للتحويل ، هو ذلك السند الذي يمكن إستبداله بعدد محدد من الأسهم العادية بناء علي رغبة حامله ، ومما لاشك أن هذه الخاصية توفر للمستثمر فرصة المشاركة في الأرباح الرأسمالية إذا كانت قيمة السهم ترتفع في السوق ، بدلا من حصوله علي سعر الفائدة الثابت . وبمجرد مايتم تحويل إصدار من السندات إلي أسهم عادية ، فأن ذلك يوفر للشركات قاعدة إضافية من " الملكية " تستطيع من خلالها اصدار سندات جديدة .

الخاصية الرابعة - طريقة السداد Repayment of Bond

وتأخذ طريقة السداد أكثر من صورة ، منها :

- **تكون صندوق إستثمار للسداد Sinking Fund**

وهي الطريقة الشائعة الإستخدام ، حيث تقوم الشركة مصدرة السند بإيداع مبلغ نقدي كل سنة في هذا الصندوق " والذي يأخذ شكل وديعة أو يستثمر في أوراق مالية معينة " . ويدار هذا الصندوق بواسطة القائم علي إدارة وخدمة هذا السند ، وذلك بغرض إستخدام هذه المبالغ لسداد السندات عندما يحل تاريخ إستحقاقها .

- **إتفاق الدفعة الكبيرة** **Ballon Arrangement**

وفي ظل هذا الإتفاق ، أما يتم سداد جزء كبير من القرض في تاريخ معين أو سداد القرض بالكامل في تاريخ الإستحقاق ، وفي مثل هذه الأحوال ، تصدر الشركة سندات جديدة تستخدم حصيلتها في سداد السندات الحالية .

- **السداد طبقاً لتواريخ محددة للسندات** Serial Issue

ويقصد بها أن لكل سند داخل الإصدار تاريخ إستحقاق مختلف عن الآخر ، هذا " التسلسل " في تواريخ الإستحقاق من خلال إتباعه في السداد يمكن الشركة من سداد قيمة القرض خلال عمره الزمني . ويلاحظ أن هذه الطريقة تفوق الشرط الخاص بإمكانية " إستدعاء السند " ، حيث يكون المشتري له على علم كامل بالفترة الزمنية التي ستظل خلالها سنداته قائمة بالفعل .

الخاصية الخامسة - إختلاف درجة المخاطرة Risk

تختلف السندات فيما بينها بالنسبة لمخاطر عدم السداد " المخاطرة المالية " ، هذا الإختلاف يرجع إلي أختلاف المركز والسمعة الإئتمانية للشركات وإلي نوعية الضمانات المقدمة للدائنين .

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ، تقدم شركات متخصصة في مجالات الإستشارات الإستثمارية في السوق المالي ومن أمثلة هذه الشركات شركة " مودي " وشركة استاندارد وبور ترتيباً لجودة السندات يعكس درجة المخاطرة فيها ، ونقدم لك هنا الترتيب الذي تتبعه الشركة الأخيرة في الجدول التالي :

ترتيب جودة السندات

دليل السندات	مخاطر عدم السداد
السندات الحكومية طويلة الآجل	لا توجد
AAA	هامشية
AA	صغيرة
A	متوسطة
BBB	كبيرة

وتستعين هذه الشركات الإستشارية بمختلف أساليب التحليل المالي للقوائم المالية للشركات مصدرة السندات بغرض وضع هذا الترتيب . ويلاحظ أن الجزء الأكبر من إصدارات السندات يتم الإكتتاب فيه بواسطة المنشأت المالية . بإعتبارها المكون الأساسي لمحافظ إستثماراتها ، وتمثل شركات التأمين وصناديق إستثمار التأمينات والمعاشات العميل الأكبر في شرائها .

صناديق الإستثمار

Mutual Funds

يمكن تعريف صندوق الإستثمار هنا بأنه " سلة " تحتوي علي مجموعة مختلفة من الأسهم والسندات ، تم شرائها من قبل مجموعة من المستثمرين ، ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة وتنظيم محافظ الإستثمارات ، وقد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية أيضاً وتتولي إدارتها بنفسها . وقد بدأت فكرة هذه الصناديق في الدول الغربية وأمريكا في عام ١٩٢٤م وبدأ نموها يبطئ حتي بداية الثمانينات ، والواقع أنه نتيجة للتطور السريع في مجالات الإتصالات وسرعة تناقل المعلومات أصبحت هذه الصناديق الآن أحد أهم الوسائل المتخصصة في الإستثمارات المالية في العالم .

كيف يعمل صندوق الإستثمار ؟ How Mutual Funds Works?

الأموال التي تستثمرها في هذه الصناديق تجمع من أموال مستثمرين آخرين يتم مزجها معا ، وتوجيهها إلي مجموعة ضخمة ومتنوعة من الأسهم والسندات ، وذلك علي حسب تخصص الصندوق ، وتستهدف الصناديق تحقيق مايلي :

١ - النمو Growth "Go - Go" Funds

ولتحقيق ذلك ، فأن جزءا من إستثمارات الصندوق يوجه إلي شراء الأسهم العادية فقط بغرض الحصول علي أكبر عائد ممكن ، ولامانع من تحمل بعض المخاطرة في تلك الإستثمارات .

٢ - الحصول علي عائد ثابت Income Funds

ولتحقيق ذلك يوجه جزء من إستثمارات الصندوق إلي شراء الأسهم التي تدر أرباحاً مرتفعة ومستمرة ، وهي أسهم الشركات الكبيرة المستقرة ، وبالتالي فإن

الإستثمارات في الأسهم الخطرة التي تعد بتحقيق أرباح رأسمالية كبيرة ومحتملة لاتوجه اليها الأموال في هذه الأحوال .

٣ - تحقيق عوائد متوازنة **Balanced Funds**

ولتحقيق ذلك يتم تقسيم الأموال المخصصة هنا إلي قسمين الأول يوجه لشراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت " السندات والأسهم الممتازة " . والثاني يوجه إلي شراء الأسهم العادية منخفضة درجة المخاطرة ومما لاشك فيه أن هذه الإستثمارات المتحفظة Conservative Funds تحقق أقل العوائد المتاحة في السوق .

٤ - تحقيق عوائد مرتفعة نسبياً مع الإحتفاظ بسيولة الإستثمارات Liquid Asset Funds

تجدر الإشارة إلي أن التفكير في هذا الهدف ظهر إبتداء من السبعينات . حيث وصل سعر الفائدة إلي ١٠٪ ثم توالي في الإرتفاع المستمر . ومن أهم الإستثمارات التي تحقق هذا الهدف هو إيداع الأموال في البنوك لمدة تتراوح مابين ٩٠ يوم إلي ١٨٠ يوم حيث يحصل المودع علي أعلي معدلات الفائدة المتاحة لذلك النوع من الودائع المصرفية غير الخطرة . وبالإضافة إلي هذه الودائع . فإن الإستثمارات قصيرة الآجل التي يحويها سوق النقد مثل السندات قصيرة الآجل . والأوراق التجارية المخصومة يمكن أن تشكل إستثمارات مناسبة لتحقيق هذا الهدف .

٥ - تحقيق مزايا الإعفاء الضريبي لدخل سندات المحليات **Municipal Bond Funds**

ولتحقيق ذلك يوجه جزء من الأموال لشراء السندات التي تصدرها السلطات المحلية في الأقاليم بغرض الإستفادة من الإعفاء الضريبي لدخلها . وتجدر الإشارة إلي أن المستثمرين في هذه السندات غالباً مايكونوا من ذي الثراء الكبير ويخضعون لشرائح ضريبية عالية . فعندما تشتري سهماً في الصندوق الذي ترغب في الإستثمار فيه . فسهمك هذا يمثل حصة علي المشاع في جميع مايمتلكه الصندوق من أوراق مالية . ويمكنك أن تساهم بأي مبلغ في هذا الصندوق . وأن كان بعض منها يضع حد أدني معين للمساهمة فيها .

أنواع صناديق الإستثمار

هناك نوعين منها

١ - النوع المفتوح .

٢ - النوع المغلق .

وفيما يلي تفصيل لكل نوع

١ - صناديق الإستثمار المفتوحة Open End Funds

يقصد بها تلك الصناديق التي تستطيع بيع أسهمها للمستثمرين بقدر رغبتها أو علي حسب مايحتاج المستثمرون إليه من أسهم . ففي هذه الصناديق . لا يستطيع الشخص أن يتداول أسهم الصندوق في الأسواق المالية إلا عن طريق الصندوق نفسه . حيث يمكن لهذا الشخص أن يشتري اسهمه من الصندوق ثم يعود ويبيعها إلي الصندوق نفسه . حيث يكون الصندوق علي استعداد لإستعادة الأسهم التي باعها للغير في أي وقت وفوراً .

ويتحدد سعر السهم في هذا الصندوق بناء علي المعيار التالي

$$\text{صافي قيمة الأصول لكل سهم} = \frac{\text{إجمالي قيمة إستثمارات الصندوق} - \text{إلتزامات الصندوق}}{\text{عدد الأسهم الحالية}}$$

وتتم هذه العملية بشكل يومي وآلي . وبالتالي نتوقع أن سعر السهم سيتغير تبعا للتغيرات في أسعار الأوراق المالية التي تكون بند الإستثمارات في بسط المعيار السابق .

٢ - صناديق الإستثمار المغلقة Close End Funds

وهو الصندوق الذي يتكون من عدد محدود من الأسهم القابلة للتداول في السوق المالي . فهذا النوع من الصناديق بمجرد إقفاله . لايمكن شراء وبيع أسهمه إلا من خلال السوق . ويتم التداول هنا علي أساس أسعار السوق وعمليات المضاربة فيه .

صناديق الإستثمار ثنائية الهدف Dual Funds

وتمثل هذه الإستثمارات صورة خاصة من صناديق الإستثمار المغلقة حيث تتكون هذه الإستثمارات من نوعين من الأسهم هما :

- أسهم دخل Income Shares
- أسهم رأس مال Capital Shares

وتصدر الشركة هنا هذين النوعين من الأسهم بقيم متساوية ، ثم تستثمر الحصيلة في مجموعة إستثمارات واحدة Portfolio ويحصل حملة أسهم الدخل علي العائد الجاري الناتج من هذه الإستثمارات " توزيعات الأرباح والفوائد " سواء كانت هذه الإستثمارات ممولة بأموالهم أو بأموال أسهم رأس المال ، فهي حين يحصل حملة أسهم رأس المال علي الأرباح الرأسمالية الناجمة من إرتفاع القيم السوقية لأسهمم ولأسهم الدخل .

وعندما يحل تاريخ أنتهاء الصندوق ويتروح مابين ١٢ سنة إلي ١٨ سنة والذي يتم تحديده في بداية الإكتتاب لهذه الأسهم ، يتم سداد قيمة أسهم الدخل ، هذا السداد بسعر عادة مايكون محدداً خلال النشرة الأولي للإكتتاب في الأسهم عبارة عن سعر الإكتتاب زائد أية أرباح مستحقة لهم ولم توزع عليهم حتي تاريخ السداد .

وتؤول باقي قيمة الأصول الموجودة في مجموعة الإستثمارات إلي حملة أسهم رأس المال بعد سداد قيمة أسهم الدخل .

مثال :

لنفرض أنه تم تكوين صندوق إستثمار ثنائي الهدف ، مليون سهم دخل ، ومليون سهم رأس مال ، بسعر السهم الواحد ١٠ ج ، وبالتالي فأن هناك أموالا قدرها ٢٠ مليون ج جاهزة للإستثمار ، فإذا أفترضنا أن قيمة هذه الإستثمارات يمكن أن تزيد أو تقل بنسبة ٢٥٪ فأنه يمكن عرض النتائج التالية :

	الوضع الحالي	زيادة قيمة الإستثمارات بنسبة ٢٥٪	إنخفاض قيمة الإستثمارات بنسبة ٢٥٪
قيمة الإستثمارات	٢٠ مليون	٢٥ مليون	١٥ مليون
- سداد قيمة أسهم الدخل	١٠ مليون	١٠ مليون	١٠ مليون
= صافي القيمة المستحقة لأسهم رأس المال	١٠ مليون	١٠ مليون	١٠ مليون
نسبة التغير في قيمة أسهم رأس المال	---	+ ٥٠٪	- ٥٠٪

من المثال السابق ، يتضح أن تغييرا في قيمة الإستثمارات بنسبة ٢٥٪ يؤدي إلي تغيير في صافي قيمة الأصول المتاحة لحملة أسهم رأس المال قدره ٥٠٪ ، ويرجع ذلك التغير إلي سعر السداد الثابت Fixed Redemption Price لأسهم الدخل .

فالإعتبار الحاكم هنا هو إرتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي تتكون منها الإستثمارات الممولة بحصيلة إصدار هذه الأسهم . فإذا توقع المستثمرون أرتفاعا ملحوظاً في السوق ، فأن هذه الأسهم تشكل إستثماراً ملائماً للراغبين في إستثمار اموالهم في أسهم رأس المال شريطة أن تكون مجموعة الإستثمارات الممولة من خلال هذه الأسهم مكونة من أسهم عادية أو أية أوراق مالية قابلة للتحول إلي الأسهم العادية .

فالمستثمر يقع عليه عبء التنبؤ جيداً بنوع الأسهم العادية التي ستكون محل إهتمام السوق ، ويختار أسهم رأس المال في صندوق الإستثمار التي تكون معظم إستثماراته من هذه الأسهم . ولكن يلاحظ أنه في حالة تغير درجة المخاطرة في مجموعة الإستثمارات الممولة بحصيلة الأسهم ثنائية الهدف يحدث تعارض في المصالح بين حملة أسهم الدخل وحملة أسهم رأس المال . ففي حالة زيادة المخاطرة ، فأن هذه المخاطرة تزداد أكثر بالنسبة لحملة أسهم الدخل لأن لها حق محدد علي قيمة

الإستثمارات مما يؤدي إلي أنخفاض القيمة السوقية لهذه الأسهم ، وفي الوقت نفسه ترتفع القيمة السوقية لأسهم رأس المال ، والعكس تماماً يحدث عندما تنخفض درجة المخاطرة في هذه الإستثمارات يحقق ذلك مزايا لحملة أسهم الدخل ، ويكون ذلك علي حساب حملة أسهم رأس المال .

ولاشك أن هذا التعارض الطبيعي في المصالح يجعل من مهمة إدارة هذه الإستثمارات مهمة صعبة ، ولعل هذا كان السبب وراء عدم نمو شعبية هذه الإستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية منذ إدخالها عام ١٩٦٧ ، ويحصل المستثمرون الذين يمتلكوا أسهماً في صناديق الإستثمار علي دخلهم من المصادر الثلاثة التالية :

١ - أرباح الأسهم وكذلك فوائد السندات .
٢ - الأرباح الرأسمالية الناجمة من إرتفاع القيم السوقية لهذه الإستثمارات .
٣ - مقدار التغير في نصيب السهم الواحد من صافي قيمة الإستثمارات الناتج من الأرباح الرأسمالية وتوزيعات الأرباح النقدية والتي لم توزع علي الملاك .

فإذا رمزنا إلي المصدر " ١ " بالرمز " ت " وإلي المصدر " ٢ " بالرمز س ت ، وإلي المصدر " ٣ " بالرمز " أ ت + ١ - أ ت " وذلك خلال الفترة ت ، فأنه يمكن حساب معدل العائد علي السهم الواحد من إستثمارات الصندوق ، ولنرمز له بالرمز ع ت من المعادلة الآتية :

$$\text{ع ت} = \frac{\text{د ت} + \text{س ت} + \text{“ أ ت + ١ - أ ت ”}}{\text{أ ت}}$$

ويلاحظ أن المستثمر لايحصل علي كل العائد السابق حسابه من المعادلة ، حيث يستقطع نسبة مئوية تتراوح مابين ٠.٥٪ إلي ١.٥٪ من صافي قيمة إستثمارات الصندوق تؤول إلي إدارته كمهايا ومصاريف إدارية ، وعلي هذا فأن من مصلحة إدارة الصندوق نمو قيمة إستثماراته .

خصائص المستثمر في أسهم صناديق الإستثمار :

يمكن القول عموماً أن صناديق الإستثمار تعد وعاءا إستثماريا مناسباً للأشخاص

١ - الذين ليس لديهم الوقت الكاف لمتابعة أسواق المال ، ويبحثون عن جهة متخصصة تنوب عنهم في إدارة إستثماراتهم .

٢ - الذين يرغبون في تنويع إستثماراتهم ، ولكن لايستطيعون تحقيق ذلك بمفردهم .

٣ - الذين ليس لديهم الخبرة والمعرفة بأساليب التعامل في السوق المالي وتقييم الفرص الإستثمارية .

٤ - الذين لديهم مبالغ صغيرة من المال ، ولايقدرون علي توظيفه بأنفسهم ويرغبون في الإستفادة منه والمحافظة عليه .

٥ - الذين يتميزون بكبر السن ، ويخططون للتقاعد مبكراً .

مصرفيو الإستثمار

مصرفيو الإستثمار عبارة عن مؤسسة مالية مسئولة عن إيجاد مشترين للأوراق المالية الجديدة التي تطرح في السوق المالي ، فهو من ناحية ليس مستثمراً ، فهو لايستثمر أمواله في هذه الأوراق . ومن ناحية أخري . ليس بنكاً ، فهو لايقوم بأعمال البنوك المعتادة من تلقي الودائع ومنح القروض . إلخ وظائف البنوك ، فهو يشتري الأوراق المالية الجديدة ثم يرتب لإعادة بيعها لجمهور المستثمرين .

وظائف مصرفي الإستثمار The Functions of Investment Banker

يقوم مصرفي الإستثمار بالوظائف التالية

١ - وظيفة إرشادية Advisory

يقوم مصرفي الإستثمار بدراسة إحتياجات الشركة التمويلية ، ومدي ماايناسبها من صور التمويل المختلفة ، والأحوال السائدة في السوق المالي ، ثم يوصي بمصدر أو مصادر التمويل الملائمة لظروف الشركة .

٢ - وظيفة إدارية Routine Work

من المعروف أن الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية تحتاج إلي كم كبير من الأعمال المكتبية ، والإجراءات الروتينية الحكومية ، كل هذه الأعمال يتولي مصرفي الإستثمار القيام بها نيابة عن الشركة .

٣ - وظيفة تسويقية Marketing

فالوظيفة الاساسية لمصرفي الإستثمار هي تسويق الأوراق المالية ويتم ذلك من خلال :

١/٣ شراء هذه الأوراق بنفسه ثم إعادة بيعها مرة ثانية للمستثمرين .

٢/٣ يعمل كوسيط ، حيث يجمع بين مصدر هذه الأوراق وبين المستثمرين الراغبين في الشراء ، وفي هذه الحالة يقال أن العملية تمت في سوق خاصة Private Placement خلقها مصرفي الإستثمار .

٤ - تحمل المخاطرة Risk Bearing

تتمثل هذه المخاطرة في :

١/٤ إحتمال عدم قدرة مصرفي الإستثمار علي بيع كمية الأوراق المالية التي اشتراها بالكامل .

٢/٤ إحتمال بيعها بالكامل ولكن بسعر يقل عن سعر الشراء لظهور بعض العوامل غير المتوقعة في الأسواق .

الضمانات المقدمة من مصرفي الإستثمار Underwritings

يلاحظ أن مصرفي الإستثمار يقدم ضمانات لمصدر الأوراق المالية ، تدور هذه الضمانات حول حد أدني من قيمة الأوراق المالية المصدرة يلتزم مصرفي الإستثمار بتوفيرها . ومما لاشك فيه أن هذه الضمانات تخلق قدر من المخاطرة يتحمله مصرفي الإستثمار . ولكن يلاحظ أنه يقدم هذه الضمانات وفي تقديره أن ثمن شراء هذه الأوراق من مصدرها سيكون أقل من ثمن بيعها المتوقع ، ومع ذلك قد لاتحقق ظروف السوق توقعاته .

وإذا قام مصرفي الإستثمار بخلق سوق خاصة كما سبق ذكره فأنه لايقدم ضمانات ، ولكنه يحصل علي عمولة مقابل قيامه بدور الوسيط بين مصدر الأوراق المالية والراغبين في شرائها . وفي حالة إصدار الأوراق المالية للإكتتاب العام للمستثمرين ، قد يتم الإتفاق بين مصرفي الإستثمار وبين مصدر الأوراق المالية علي أن يبذل الأول أقصي مافي وسعه من جهد Best Efforts في التسويق ، وفي نفس الوقت لايتحمل بأية مسئولية مالية إذا لم يتم بيع كل الإصدار .

مصادر إيرادات مصرفي الإستثمار Sources of Income

يحقق مصرفي الإستثمار إيرادته من الأتعاب التي يحصل عليها مقابل الخدمات الإستشارية التي يقدمها للشركة الراغبة في إصدار اوراق مالية جديدة . ويلاحظ أن بعض مصدري الأوراق المالية قد يخص مصرفي استثمار معين بالدراسات والخدمات الإستشارية ، ويوكل لمصرفي آخر وظيفة تسويق هذه الأوراق ، فهو يفاضل بين العديد منهم علي أساس الجهد المبذول ، والوسائل المستخدمة في التسويق ، وشروط الضمانات المقدمة ، لذلك وجب تعويض المصرفي الذي قام بالدراسات الإستشارية .

ومع ذلك ، قد يقوم مصرفي الإستثمار بالخدمات الإستشارية مجانا إذا كان العقد الذي بينه وبين الشركة مصدرة الأوراق المالية يضمن القيام بوظيفتي الضمان والتسويق لهذه الأوراق .

ويمثل الفرق بين الثمن الذي يتسلمه مصدر الأوراق المالية والثمن الذي يدفعه المستثمر مصدراً آخر لإيرادات مصرفي الإستثمار ، فهو يدفع لمصدر هذه الأوراق سعراً معيناً ، ويتوقع أن يبيع للمستثمر بسعر أعلي ، هذا ، ويجب أن يراعي في العقد المبدئي بين مصرفي الإستثمار والشركة مصدرة الأوراق ضرورة ذكر هذه الأسعار وكذلك الفرق الذي سيحصل عليه الأول .

وفي حالة عدم قدرة مصرفي الإستثمار علي بيع الأوراق المالية بنفس السعر الذي عرض أن يشتريها به من الشركة المصدرة لها فأنه يحقق خسارة وعليه أن يتحملها . ويري الأستاذ " ايدمستر " Edmister أنه إذا قام مصرفي الإستثمار بضمان وتسويق الأوراق المالية فأن هناك نوعين متلازمين من فرق الثمن ، الأول وهو الفرق الصريح Explicit Spread والمحدد في العقد المبدئي ، كما سبق ذكره ، والثاني وهو الفرق الضمني Implicit Spread وهو الفرق بين الثمن الذي عرض أن يشتري به مصرفي الإستثمار الأوراق من مصدرها وبين ثمن السوق .

والواقع أن للفرق الضمني هذا أهمية كبيرة للإدارة في مصرفي الإستثمار ، لأنه يؤثر مباشرة علي جهود ومخاطر التسويق وبيع الأوراق المالية ، فإذا كان السعر الذي عرض مصرفي الإستثمار الشراء به أكبر من سعر السوق ، فأن هذا معناه أن الإصدار لن يباع

بسرعة ، حيث يتحتم علي مصرفي الإستثمار القيام بمحاولات لموازنة أسعاره في السوق ، والعكس إذا كان سعر عرض الشراء أقل من سعر السوق ، فأن هذا يزيد من الفرق الضمني ويؤكد أن الأوراق المالية ستباع بسرعة . ويجني مصرفي الإستثمار مزايا الفرق الضمني هذا ممثلة في إنخفاض مخاطر ونفقات توزيع وتسويق هذه الأوراق ، لذلك ، غالبا مايقوم مصرفي الإستثمار بتحديد ثمن عرض الشراء أقل من سعر السوق ليحقق الإستفادة من هذا الفرق .

تكاليف الإصدار للأوراق المالية الجديدة Flotation Costs of Issuing New Securities

تتمثل تكاليف الإصدار لهذه الأوراق في كل من المبالغ التي يحصل عليها مصرفي الإستثمار مقابل مخاطرة الضمانات المقدمة ، وبيع الأوراق للمستثمرين ، والخدمات الإستشارية التي يقدمها لمصدر هذه الأوراق ، وكذلك أية مبالغ أخري تتحملها الشركة . ويتوقف حجم تكاليف الإصدار علي العوامل الآتية :

١ - نوع الورقة المالية Type of Security

من المعروف أن تكاليف الإصدار تكون أكثر إرتفاعاً بالنسبة للأسهم العادية ، يليها تكاليف إصدار الأسهم الممتازه ، وفي الترتيب الآخير تأتي تكاليف إصدار السندات ، وتفسير ذلك هو أن مصرفي الإستثمار يتحمل مخاطر أكبر وتكاليف تسويق أكبر في حالة الأسهم العادية بالقياس إلي الأوراق المالية الأخري .

٢ - مدي جودة الورقة المالية Quality of the Security

تتوقف جودة الورقة المالية المصدرة علي متانة وقوة المركز المالي لمصدرها ، فالإصدار الأقل جودة تكون تكاليفه أكثر إرتفاعاً ، بالقياس إلي الإصدار الأعلي جودة ، وتفسير ذلك هو أن مصرفي الإستثمار يتحمل مخاطر عالية ونفقات بيع كبيرة عند تسويقه لهذه الأوراق ، وبناء عليه فأنه يطلب تعويضات مرتفعة من الشركة المصدرة .

حجم الإصدار Size of the Issue

ترتبط تكاليف الإصدار الكلية إرتباطاً عكسياً مع حجم الإصدار من الأوراق المالية ، فكلما كان هذا الحجم كبيراً نسبياً انخفضت تكاليف الإصدار ، والعكس صحيح ، ويرجع ذلك إلي أن تكاليف الإصدار تصنف من ضمن التكاليف الثابتة .

مثــال :

ترغب شركة النجاح في الحصول علي تمويل قيمته ٤٠،٠٠٠،٠٠٠ ج من خلال إصدار وبيع أسهم عادية ، وتم الإتفاق بين الشركة ومصرفي الإستثمار الذي تتعامل معه علي أن يكون سعر عرض الشراء للسهم ٢٠ ج ، وأن الشركة ستدفع له ٠،٧٥ ج لكل سهم مقابل تحمله لمخاطر التسويق وكذلك ١٪ من حصيلة بيع الأسهم لتعويضه عن الخدمات التي يقدمها للشركة ، في حين أن الشركة ستتحمل باقي تكاليف الإصدار الأخري وتقدر بمبلغ ٣٥٠،٠٠٠ ج .

والمطلوب : حساب حجم التمويل الصافي الذي ستستخدمه الشركة من إصدارها لهذه الأسهم .

عدد الأسهم الواجب بيعها = ٤٠،٠٠٠،٠٠٠ ÷ ٢٠ = ٢،٠٠٠،٠٠٠ سهم

مقابل مخاطر التسويق الذي يحصل عليه المصرفي = ٢،٠٠٠،٠٠٠ x ٠،٧٥ = ١،٥٠٠،٠٠٠ ج

مقابل الخدمات الأخري = ٤٠،٠٠٠،٠٠٠ x ١٪ = ٤٠٠،٠٠٠ ج

إجمالي مايحصل عليه مصرفي الإستثمار = ١،٩٠٠،٠٠٠ ج

فإذا فرضنا أن مصرفي الإستثمار أستطاع بيع جميع الأسهم وحقق حصيلة الـ٤٠،٠٠٠،٠٠٠ ج ، في هذه الحالة يكون الفرق " الهامش " الذي حصل عليه هو

$$\frac{١،٩٠٠،٠٠٠}{٤٠،٠٠٠،٠٠٠} \times ١٠٠ = ٤،٧٥$$ ٪ من إجمالي حصيلة البيع للأسهم

صافي التمويل المستخدم بالشركة = ٤٠،٠٠٠،٠٠٠ – " ١،٩٠٠،٠٠٠ + ٣٥٠،٠٠٠ " = ٣٧،٧٥٠،٠٠٠ ج

السوق الخاصة للأوراق المالية Private placement

يقصد بها بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية بالكامل مباشرة إلي عدد محدود من المستثمرين بدلا من بيعه في إكتتاب عام لجمهور المستثمرين في السوق المالي وعادة مايتم الإتفاق من خلال المفاوضات المباشرة علي شروط وسعر هذا الإصدار بين المستثمرين وبين الشركة المصدرة ، وفي الغالب ماتكون المنشأت المالية " شركات التأمين وشركات المعاشات " هي المستثمرين الرئيسين في هذا السوق .

وعلي الرغم من أن الإصدار في هذه السوق لايتطلب ضمانات مثل الضمانات التي يقدمها مصرفي الإستثمار في حالة طرح هذا الإصدار في الإكتتاب العام ، إلا أن خدماته مطلوبة في هذا السوق أيضاً ، فالشركات المصدرة تستعين به في إيجاد المستثمرين المحتملين لهذا الإصدار وكذلك الإشتراك في المفاوضات الخاصة بشروطه . ويحقق طرح الأوراق المالية في السوق الخاصة المزايا التالية :

١ - إنخفاض تكاليف الإصدار Lower Flotation Costs

يوفر مصدر الورقة المالية في هذا السوق العديد من عناصر تكاليف الإصدار ، والمتمثلة في تكاليف الضمانات المقدمة ، وعمولات البيع ، ومصاريف تسجيل هذه الأوراق في السوق المالي .

٢ - المرونة Flexibility

تمكن هذه السوق الشركات المصدرة من " تفصيل " Tailoring شروط الإصدار بما يتناسب مع ظروفها ، كما أنه إذا واجهت هذه الشركات صعوبات مالية ، فأن فتح الباب للمفاوضات مع المستثمرين يكون أسهل بالقياس إلي حالة عرض الإصدار للإكتتاب العام .

٣ - السرية Privacy

لما كان الإصدار الخاص لايتطلب الإفصاح العام له في السوق فإن ذلك يحقق ميزة السرية للشركة ، حتي لا يستفيد منافسيها من المعلومات المالية التي يتضمنها هذا الإصدار .

٤ - السرعة Speed

يوفر هذا السوق الوقت المستغرق في عمليات الموافقة وتسجيل الإصدار في السوق المالي ، هذه العمليات التي يتعرض لها الإصدار في حالة الإكتتاب العام . ومع ذلك ، فأن السوق الخاصة لها آثار سلبية علي مصدر الأوراق فيها ، وهي :

أ - إرتفاع تكلفة التمويل Higher Cost of Capital

عادة مايطلب المستثمرين هنا معدلات عوائد عالية مقابل الإكتتاب في هذه الأوراق ، بسبب عدم إمكانهم إعادة بيعها في سوق الأوراق المالية ، فهي غير مسجلة فيها ، لذلك نجد أن العوائد علي السندات المطروحة في هذا السوق تكون أعلي من مثيلاتها المطروحة في الإكتتاب العام ، كذلك أسعار الأسهم العادية تكون أقل في هذا السوق عن أسعارها لو تم طرحها للجمهور في السوق المالي .

ب - صعوبة الحصول علي الأموال Difficulty in Raising Funds

قد تواجه الشركات المصدرة صعوبة الحصول علي حجم كبير من الأموال خلال هذا السوق في فترات معينة ، بسبب أن المنشآت المالية المستثمرة هنا قد لايتوفر لديها الأموال اللازمة لشراء هذا الإصدار الكبير .

ج - التعرض لقيود من المستثمرين Restrictions

نتيجة لأن هذا السوق مركز في عدد محدود من المستثمرين ، فأنهم يستطيعون من خلال أسلوب المساومة والضغط فرض شروطهم المالية ، وكذلك بعض القيود علي الشركة المصدرة ، ولاسيما إذا كانت في حاجة ماسة إلي الأموال .

حقوق إكتتاب المساهمين الحاليين في الإصدار الجديد للأسهم العادية Rights Offering

تمثل هذه الحقوق أسلوباً بديلاً لإصدار الأسهم في الإكتتاب العام وفي السوق الخاصة ، وتعرف بأنها حق تمنحه الشركة لمساهميها الحاليين لشراء عدد معين من

الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها وقبل طرحها في الإكتتاب العام خلال فترة زمنية معينة ، ولكي تحفز المساهمين علي الشراء ، فإنها تحدد سعر الإشتراك Subscription Price للسهم بأقل من السعر الحالي في السوق .

ويتوقف عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد علي العوامل التالية :

- حجم التمويل المطلوب .
- سعر الإشتراك للسهم .
- عدد الأسهم الحالية قبل الإصدار الجديد .

ويتم حساب عدد الأسهم الواجب بيعها في الإصدار الجديد من المعادلة التالية

$$\text{عدد الأسهم الجديدة المباعة} = \frac{\text{حجم التمويل المطلوب}}{\text{سعر الإشتراك للسهم}}$$

أما عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد جديد . يتم حسابها من المعادلة التالية :

$$\text{عدد الحقوق لشراء سهم جديد} = \frac{\text{عدد الأسهم الحالية قبل الإصدار الجديد}}{\text{عدد الأسهم الجديدة المباعة}}$$

مثال

تخطط شركة " السلام " للحصول علي تمويل إضافي قدره ٢،٥٠٠،٠٠٠ ج من خلال إصدار حقوق إكتتاب للمساهمين الحاليين فيها ، ويبلغ عدد الأسهم الحالية في الشركة ٤٠٠،٠٠٠ سهم ، ويبلغ السعر الجاري للسهم ٣٠ ج ، وتدرس إدارة الشركة تحديد سعر الإشتراك للسهم بمبلغ ٢٥ ج والمطلوب :

١ - حساب عدد الأسهم الواجب بيعها .

٢ - عدد الحقوق اللازمة لشراء سهم واحد من الإصدار الجديد .

$$\text{عدد الأسهم الجديدة الواجب بيعها} = \frac{٢،٥٠٠،٠٠٠}{٢٥} = ١٠٠،٠٠٠ \text{ سهم}$$

$$\text{عدد الحقوق اللازمة لشراء سهم واحد جديد} = \frac{٤٠٠,٠٠٠}{١٠٠,٠٠٠} = ٤ \text{ حقوق}$$

ومما لاشك فيه أن حقوق الإكتتاب هذه لها قيمة ، لأن صاحب هذا الحق يمكنه شراء السهم بأقل من سعره الجاري في السوق . ويمكن حساب قيمة هذا الحق من خلال المعادلة التالية :

$$\text{قيمة الحق} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم القديم} - \text{سعر الإشتراك للسهم الجديد}}{\text{عدد الحقوق المطلوبة لشراء سهم واحد} + ١}$$

وبالرجوع إلي المثال السابق ، فأن قيمة الحق تحسب كما يلي :

$$\text{قيمة الحق الواحد} = \frac{٣٠ - ٢٥}{٤ + ١} = ١ \text{ ج}$$

أى أن هذا الحق تبلغ قيمته في السوق ١ ج

والسؤال الأن ماذا يفعل المساهم الحالي في الشركة إذا تسلم أشعاراً بإمكانية الإستفادة من هذا الحق ؟ الواقع أن تصرفه لن يخرج عن واحد من التصرفات المحتملة التالية :

١ - أن يمارس هذا الحق ، ويشتري أسهماً أضافية بسعر الإشتراك المحدد .

٢ - أن يبيع هذا الحق في السوق .

٣ - أن يترك الحق حتي ينفذ تاريخه المحدد ، فالحقوق لها تاريخ نفاذ محدد ، حوالي ثلاثة أسابيع .

فإذا قرر المساهم ممارسة هذا الحق ، فأن ذلك يحقق له المزايا التالية :

١ - تمكن المساهم الحالي من الإحتفاظ بنسبة ملكيته في رأس المال بعد الإصدار الجديد .

٢ - إذا توقع المساهم إرتفاعاً في سعر السهم في السوق خلال فترة عرض الحق ، فإن شراء هذه الحقوق يمكنه من تحقيق أرباح رأسمالية ، وبالت`الي يكون

الغرض من الشراء هو المضاربة .

ومع ذلك ، فهناك من يجادل في هذه المزايا ، فهل من الأفضل للمساهم الحالي شراء المزيد من الأسهم العادية والتي يعلم جيداً خصائصها ، أم أنه يفضل بيع نسبة صغيرة من أسهمه من خلال طرح هذا الحق للبيع ؟ . كما أنه إذا قام المساهم بشراء هذه الحقوق بغرض المضاربة وتحقيق مكاسب رأسمالية ، فأنه قد يحقق خسائر رأسمالية لقصر فترة الحق والتي يتم التعامل خلالها فيه . فالفترة الزمنية المتاحة أمامه صغيرة بالدرجة التي لاتسمح له بإجراء أية تصويبات لتقديراته الخاطئة عن تحرك أسعار الأسهم في السوق ، لذلك يجب علي المساهمين بيع هذه الحقوق مبكراً .

سماسرة الأوراق المالية

Security Brokers

يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدني من الخدمات لعملائه والمتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بالتعامل شراءاً أو بيعاً ويحصل علي مقدار من العمولة يتناسب مع هذا الحجم من الخدمة . وبين بيوت السمسرة التي تقدم الخدمة الكاملة في هذا المجال . وتتمثل هذه الخدمة في النواحي التالية :

١ - حفظ وحماية الأوراق المالية :

توفر هذه البيوت خزائن لحفظ الأوراق المالية للعميل . وبالتالي لن يكون في حاجة إلي نقل تلك الأوراق من وإلي السمسار الذي يتعامل معه في كل مرة يرغب في إجراء صفقة . كما أن السمسار سيقع عليه عبء تحصيل عوائد هذه الأوراق التي ستتولد في تواريخ إستحقاقها ، وإضافتها إلي حساب العميل عنده .

٢ - توفير المعلومات المالية :

توفر بيوت السمسرة أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها من خلال تقارير الخبراء والمتخصصين في مجالات الإستثمارات المالية .

٣ - النصح والمشورة :

تقدم بيوت السمسرة النصح والمشورة لعملائها فيما يتعلق بقرارات الإستثمار . ومايرتبط بها من تعاملات في السوق . بل قد يصل الأمر إلي حد إدارة السمسار لمحفظة العميل الإستثمارية .

٤ - خدمة المضاربة في سوق السلع :

يمكن للعميل هنا أيضاً الإعتماد علي بيت السمسرة ليس فقط في شراء وبيع الأوراق المالية . وأنما في المضاربة في أسواق السلع المختلفة .

٥ - منح الإئتمان للعملاء :

تقدم بيوت السمسرة ذات الخدمة الكاملة تسهيلات إئتمانية إلي عملائها لتمويل شراء المزيد من الأوراق المالية وسنتناول هذه الخدمة بشئ من التفصيل فيما بعد .
ومما لاشك فيه أن حجم العمولة الذي ستحصل عليه بيوت السمسرة سيكون أكبر من العمولة التي يحصل عليها سمسار الخصم ، وتذهب بعض هذه البيوت إلي منافسة سماسرة الخصم ، فهي تقوم بنفس الخدمة التي يقومون بها " الأعمال الكتابية الخاصة بعمليات الشراء أو البيع " مقابل عمولة محددة ، ثم تحصل علي عمولة أخري منفصلة مقابل كل خدمة أخري يطلبها العميل .

التمويل النقدي لجزء من إستثمارات العميل Margin Buying

يقدم سماسرة الأوراق المالية خدمات مشابهة لخدمات الوسطاء الماليين ، فهم يحصلون علي الأموال اللازة لنشاطهم من خلال القروض المصرفية لمدة قصيرة ، قد تصل إلي يوم واحد Overnight Loan بمعدل الفائدة الأولي Prime Rate والذي عادة ماتحمل به البنوك القروض الأدني درجة مخاطرة ، كذلك من خلال " حسابات الملكية " Margin Accounts أو الدفعات المقدمة التي يودعها عملائهم لديهم .

ويستخدم السماسرة الأموال السالفة الذكر في إقراض عملائهم الذين يرغبون في شراء الأوراق المالية من خلال حسابات الملكية التي يحتفظ بها العملاء لديهم ، وتتم هذه العملية كما يلي :

١ - يفتح المستثمر حساب ملكية لدي السمسار ، ويودع فيه حد أدني معين من النقدية أو أوراق مالية بنفس القيمة .

٢ - بواسطة هذا الرصيد يستطيع المستثمر الإقتراض من السمسار لشراء أوراق مالية ، ويحتفظ السمسار بهذه الأوراق لديه كضمان لهذا القرض ، ويتم حساب نسبة الملكية المطلوب توافرها في حساب المستثمر لدي السمسار كما يلي :

$$\text{الملكية}(\%) = \frac{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية} - \text{القرض المطلوب}}{\text{القيمة السوقية للأوراق المالية}}$$

وعادة يتم تحديد هذه النسبة مقدما بواسطة أكثر من جهة ، ففي الولايات المتحدة الأمريكية ، يقوم مجلس محافظي نظام الإحتياطي الفيدرالي وهو يماثل البنك المركزي بتحديد قيمة هذا الحساب ، كما أن بعض الشركات التي تسجل أسهمها في بورصة نيويورك تقوم بتحديد حد أدني لهذه الحسابات بالنسبة للعمليات الخاصة بأسهمها. كما أن بعض بيوت السمسرة من خلال سياستها تحدد هذا الحد الأدني للرصيد .

ومما لاشك فيه أن الهدف من ذلك هو عدم تشجيع المستثمر علي القيام بعمليات مضاربة أكثر من اللازم ، كما أنها تحول دون دخول المستثمر الصغير هذا المجال والذي لايتحمل الآثار السلبية للمضاربة لقلة موارده المالية نسبياً .

قائمة المصادر والإستخدامات لبيوت السمسرة

يمكن عرض قائمة المصادر والإستخدامات لهذه البيوت في الجدول التالي :

إستخدامات الأموال " الأصول "	مصادر الأموال " الخصوم "
ـ ـ نقدية وودائع تحت الطلب	ـ ـ القروض المصرفية لشراء الأوراق المالية
ـ ـ أسهم الشركات	ـ ـ أرصدة حسابات الملكية للعملاء
ـ ـ أوراق مالية حكومية	ـ ـ المستحقات الأخري
ـ ـ سندات الشركات	

وفي السنوات الأخيرة ، لوحظ أن بعض السماسرة يقدمون خدمات مالية خاصة لبعض المستثمرين ، ون أمثلتها السماح لهم بإصدار شيكات للغير يتم سحبها من حسابات الملكية لديهم ، إصدار بطاقات الإئتمان " VISA " لهؤلاء المستثمرين ، السماح لهم بسحب أموال منهم لتسيير عملياتهم النقدية العاجلة .. إلخ .

ومما لاشك فيه أن تزايد مثل هذه الخدمات المقدمة من جانب السماسرة لعملائهم يضع السماسرة في منافسة مباشرة مع البنوك التجارية التي تقدم مثل هذه الخدمات . والسؤال الآن كيف يمكن للمستثمر الإستفادة من التمويل الذي يقدمه

السمسار له من خلال التمويل الجزئي لإستثماراته ؟

يمكن للمستثمر أن يحقق المزايا التالية :

١ - زيادة العائد الجاري للإستثمار .

٢ - زيادة العائد من الأرباح الرأسمالية .

٣ - تكوين ثروة من الأوراق المالية .

وفيما يلي تفصيل مناسب لها

١ - زيادة العائد الجاري للإستثمار Increasing Current Return

يلاحظ أن معظم المستثمرين الراغبين في هذا العائد يرتبطون بالإستثمارات لمدة قصيرة . نادراً ماتزيد عن سنة . ويتم حساب معدل العائد الجاري على إستثماراتهم من الصياغة التالية :

معدل العائد علي إستثمارات الملكية = مجمل الربح - فوائد تمويل القروض +
القيمة السوقية للأوراق المالية عند البيع -
القيمة السوقية للأوراق المالية عند الشراء ÷
إستثمارات الملكية

مثال عملي :

لنفرض أن هناك مستثمر يرغب في شراء ١٠٠ سهم بسعر السهم ٥٠ ج . ويشعر بأن قيمة السهم سترتفع في السوق إلي ٧٥ ج خلال ٦ أشهر . فإذا كان السهم يحقق أرباحاً سنوية موزعة قدرها ٢ ج " ١ ج للسهم خلال نصف العام " . وكان المستثمر مقتنعاً بتمويل هذه العملية علي أساس ٥٠٪ ملكية . سيتم إيداعها لدي السمسار وإقتراض الباقي منه بفوائد ١٠٪ . إحسب معدل العائد الجاري علي الإستثمار هنا بفرض تحقيق توقعات المستثمر .

الدخل المتحصل عليه " ١ ج x ١٠٠ سهم " = ١٠٠٠ ج

- الفوائد " ٢٥٠٠ x $\frac{٦}{١٢}$ x $\frac{١٠}{١٠٠}$ " = ١٢٥

+ قيمة الأسهم عند بيعها = ٢٥٠٠

- قيمة الأسهم عند شرائها = ٥٠٠٠

= صافي الدخل = ٢٤٧٥

استثمارات الملكية = ٢٥٠٠

معدل العائد الجاري علي الإستثمار = $\frac{٢٤٧٥ \times ١٠٠}{٢٥٠٠}$ = ٩٩٪

وإذا رغبنا في حساب هذا المعدل علي أساس سنوي لمقارنته بالعوائد الأخري البديلة فأنه سيكون ١٩٨٪ سنوياً .

٢ - زيادة العائد من الأرباح الرأسمالية Increasing Capital Gains

لبيان إمكانية تحقيق ذلك . لنفرض أن المستثمر يمتلك أموالا متاحة للإستثمار قدرها ٥٠٠٠ ج . ويفكر في شراء ١٠٠ سهم بسعر السهم ٥٠ ج وأمامه البديلين التاليين لتمويل شراء الأسهم :

البديل أ - تمويل الأسهم بالملكية بالكامل .

البديل ب - إقتراض ٥٠٪ من قيمة الأسهم من السمسار وتوجيه الـ ٥٠٪ الباقية إلي إستثمارات أخري

ويمكن بيان أثر إستخدام كل من البديلين كما يلي :

مركز المستثمر إذا أرتفع سعر السهم في السوق إلي ٨٠ ج للسهم

	البديل « أ » ملكية ١٠٠٪	البديل « ب » ملكية ٥٠٪
عدد الأسهم المشتراه	١٠٠ سهم	١٠٠ سهم
تكلفة الإستثمار	٥٠٠٠ ج	٥٠٠٠ ج
ناقص حجم القرض	صفر	« ٢٥٠٠ » ج
إستثمارات الملكية	٥٠٠٠ ج	٢٥٠٠ ج

الرأسمالية = $\frac{٣٠٠٠ \times ١٠٠}{٥٠٠٠}$ = ٦٠٪ $\frac{٣٠٠٠ \times ١٠٠}{٢٥٠٠}$ = ١٢٠٪

من الواضح أنه كلما زاد سعر السهم في السوق وإنخفضت إستثمارات الملكية زاد معدل العائد من الأرباح الرأسمالية للمستثمر .

٣ - تكوين ثروة تراكمية من الأوراق المالية Building A Marging Pyramid

ترتكز الفكرة هنا علي إمكانية المستثمر من خلال إقتراضه من السمسار أن يكون هذه الثروة في حالة الإرتفاع المستمر في القيمة السوقية للأوراق التي يمتلكها من خلال إحتفاظه بالأوراق المالية ، فالإرتفاع المستمر في هذه الأوراق يولد مايمكن تسميته « بالأرباح الورقية » Paper Profits هذه الأرباح تمكنه من التمويل الكلي أو الجزئي لشراء أوراق مالية إضافية .

وتفسير ذلك هو أن الأرباح الورقية تزيد من « الملكية » في حساب المستثمر لدي السمسار ، وبالتالي يمكن الإقتراض بضمانها للحصول علي إستثمارات جديدة ، ويمكن بيان ذلك في المثال التالي :

الخطوة رقم ١ – العملية الأصلية " شراء ٤٠٠ سهم بسعر السهم ٢٠ ج ونسبة الملكية ٥٠٪ ".

قيمة الإستثمارات ٨٠,٠٠٠ ج
الرصيد المدين ٤,٠٠٠ ج
الملكية ٤,٠٠٠ ج

الخطوة رقم ٢ – بعد فترة زمنية أرتفع سعر السهم إلي ٣٠ ج

قيمة الإستثمارات ١٢,٠٠٠ ج
الرصيد المدين ٤,٠٠٠ ج
الملكية ٨,٠٠٠ ج

$$\text{نسبة الملكية الجديدة} = \frac{١٢,٠٠٠ - ٤,٠٠٠}{١٢,٠٠٠} = ٦٦.٥\%$$

الخطوة رقم ٣ – المستثمر يكون ثروة أضافية من خلال شراء ٤٠٠ سهم بسعر السهم ١٠ ج

قيمة الإستثمارات ٤,٠٠٠ ج
الرصيد المدين ٤,٠٠٠ ج
الملكية صفر

الخطوة رقم ٤ – حساب الملكية الجديدة " مجموع الخطوتين ٢ ، ٣ "

قيمة الإستثمارات ١٦,٠٠٠ ج
الرصيد المدين ٨,٠٠٠ ج
الملكية ٨,٠٠٠ ج

نسبة الملكية الجديدة = $\frac{١٦٠٠٠ - ٨٠٠٠}{١٦٠٠٠}$ = ٥٠٪

مما سبق يتضح أن :

١ - زادت ثروة المستثمر بنسبة ٣٣.٥٪ " ١٦٠٠٠ - ١٢٠٠٠ "

٢ - إنخفضت الملكية في هذه الثروة بنسبة ٢٥٪

ولكن هل هذا هو الوضع دائما ؟

يلاحظ أن الإعتبار الحاكم في تحقيق المزايا السابقة هو إرتفاع سعر السهم ، فلو إنخفض السعر فأن الصورة العكسية تظهر حيث تتحقق الخسائر الرأسمالية ، كما أنه بالنسبة لمعدل الفائدة المحدد الذي يتم الإقتراض به من السماسرة لشراء الأوراق المالية يتوقف علي المعدل السوقي ، فلو كان " معوما " Floating فلنا أن نتوقع إنخفاض مستويات الأرباح أو تتحقق خسائر إذا واكب ذلك إنخفاض في سعر السهم.

وفيما يتعلق بحساب الملكية الذي يحتفظ به المستثمر لدي السمسار ، فإنه يمثل أموالا معطلة طالما أن رصيده أقل من المتطلبات المفروضة له ، وفي هذه الحالة يطلب السمسار من المستثمر إستيفاء هذه المتطلبات وغالباً مايمهله حوالي ٧٢ ساعة فإذا لم يقم بإستيفاء الرصيد ، كان للسمسار حق بيع جزء من الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر والتي يحتفظ بها كضمان للقرض ، وهذا قد يؤدي إلي تحقق خسائر رأسمالية للمستثمر ولاسيما إذا كانت سوق الأوراق المالية في هذه الأوقات سوقا هابطة .

تحديد المعلومات المالية

المعلومات المقصودة هنا هي المعلومات التي يستعين بها المستثمر عند تقييمه للأوراق المالية التي يرغب في شرائها أو بيعها ، وكذلك عند تقييمه للشركات المصدرة لهذه الأوراق ، وعادة مايهتم المستثمرون ومن المفروض أن يهتموا بالحصول علي معلومات كافية عن النواحي الآتية :

١ - الإقتصاد العالمي :

حيث يهتم المستثمرون بالتعرف علي إتجاهات النشاط الإقتصادي العالمي من حيث حالات الركود والإنتعاش ، التضخم والإنكماش ، التكتلات الإقتصادية الإقليمية ، النزاعات الإقليمية ... إلخ . ويمكن إستقاء تلك المعلومات من الصحف والمجلات المالية المحلية وكذلك الصحف والمجلات المالية ذات الإنتشار الدولي مثل صحيفة Financial Times يومية ومجلة The Economist اسبوعية اللتان تصدران في لندن ، وكذلك صحيفة The Wall Street Journal تصدر خمسة أيام فقط في الأسبوع هي أيام العمل الرسمية وصحيفة The New York Times يومية اللتان تصدران في نيويورك .

٢ - الإقتصاد المحلي :

ويقصد بذلك إتجاهات إقتصاد الدولة ذاتها والتغيرات التي تطرأ عليه مثل الركود ، الإنتعاش ، التضخم ، الإنكماش ، البطالة ، التشريعات المالية ، القرارات الحكومية المتعلقة بتنظيم نشاط الأسواق المالية .. إلخ ويمكن الحصول علي تلك المعلومات من الجرائد والمجلات المحلية المعنية بالشئون الإقتصادية ، النشرات التي يصدرها البنك المركزي ، النشرات التي تصدرها بورصة الأوراق المالية ، والنشرات الإقتصادية التي تصدرها بعض البنوك التجارية .

٣ - قطاعات النشاط الإقتصادي

وفي هذا المجال يهتم المستثمرون بالتعرف علي تطور أنشطة القطاعات المختلفة داخل الدولة " صناعة ، زراعة ، بترول ، مال ، تجارة ، .. إلخ " وكذلك التعرف علي تطور أنشطة القطاعات الفرعية داخل كل قطاع رئيسي " صناعات غذائية ، صناعات هندسية ، إستخراج بترول ، تكرير بترول ، تجارة داخلية ، تجارة خارجية ، نشاط مصرفي .. إلخ " وعلاوة علي ذلك فقد يهتم بعض المستثمرين بالتعرف علي تطور أنشطة أهم الشركات في كل قطاع علي حده ، بإعتبار أن مايطرأ من تغير علي أنشطة هذه الشركات ومراكزها المالية يعتبر مؤشراً لأوضاع القطاع الذي تنتمي إليه ككل .

٤ - جودة الأوراق المالية

المقصود بجودة الأوراق المالية هو مدي إطمئنان المستثمر إلي أنه سوف يحصل علي العائد الدوري للأوراق المالية ، وكذلك مدي إطمئنانه إلي إسترداد قيمة الأوراق المالية نفسها " القيمة الأسمية للأوراق المالية " ، ويبدو ذلك واضحاً بالنسبة للسندات بصفة خاصة ، حيث أن لها تاريخ إستحقاق محدد يسترد فيه المستثمر القيمة الأسمية للسند ، ويمكن التعرف علي درجة جودة الأوراق المالية من المؤسسات المتخصصة في تقييم المراكز المالية للشركات المصدرة لهذه الأوراق ، ثم تحديد درجة الجودة بناء علي نتائج هذا التقييم ، ومن أهم هذه المؤسسات مؤسسة " ستاندارد وبور Standard and Poor Corporation ومؤسسة مودي Mody's Investor Service في الولايات المتحدة الأمريكية .

وتقوم هذه المؤسسات بتصنيف الأوراق المالية طبقاً لدرجة جودتها ، حيث يكون العنصر الحاكم هو مدي إمكانية توقف الشركة المصدرة لهذه الأوراق عن دفع مستحقات المستثمرين ، وبعد تحديد درجة جودة الأوراق المالية في شكل ترتيب تنازلي

تقوم كل من مؤسسات الخدمات المالية بطباعة التصنيف الخاص بها في شكل دليل يباع للمستثمرين المشتركين في خدماتها . ومن أجل تسهيل مهمة المستثمر فإن هذه المؤسسات تقوم بوضع رموز معينة تدل علي درجة جودة الأوراق المالية وهنا يجب ملاحظة أن الأوراق المالية لشركة معينة لاتوضع في تصنيف واحد طوال الوقت . ولكن يمكن أن يختلف تصنيف الأوراق المالية لأي شركة من فترة لأخري طبقاً لقوة المركز المالي للشركة . وضعف أو قوة إحتمال توقفها عن دفع مستحقات المستثمرين " وخاصة الفوائد الدورية والقيمة الأسمية للسندات " .

والجدول التالي يوضح التصنيف الذي وضعته مؤسسة " ستاندارد وبور " للسندات طبقاً لدرجة جودتها :

تصنيف السندات طبقاً لدرجة جودتها " مؤسسة ستاندارد وبور "

رمز التصنيف	تعريف التصنيف
AAA	السندات في هذه المجموعة تحتل أعلي درجات التصنيف ، لأن الشركات المصدرة لها تحتل المرتبة الأولي من حيث قدرتها علي دفع الفوائد الدورية وكذلك القيمة الأسمية للسند .
AA	هذه المجموعة تمثل أيضاً درجة عالية جداً من القدرة علي سداد الفوائد وأصل الدين " القيمة الأسمية للسند " ، ولكنها تقع في مرتبة أقل من المجموعة السابقة بسبب وجود فروق بسيطة في درجة الحماية التي توفرها للدائنين .
A	بالرغم من أن السندات في هذه المجموعة تمثل درجة عالية من الجودة إلا أنها أكثر حساسية للتغيرات الإقتصادية ذات التأثير السلبي علي نشاط الشركة المصدرة .
BBB	السندات في هذه المجموعة تتمتع بدرجة كافية من القدرة علي سداد الفوائد وأصل الدين ، ولكن الظروف الإقتصادية المعاكسة قد تضعف من قدرة الشركة علي سداد الفوائد أو أصل الدين .
BB	تتصف السندات في هذه المجموعة بطابع المضاربة ، بمعني أن المستثمر في مثل تلك السندات معرض لتحمل خسائر بقدر إمكانية تحقيقه لأرباح .
B	تمثل هذه المجموعة السندات ذات الدرجة الضعيفة من الحماية فيما يتعلق بسداد الفوائد والقيمة الأسمية للسند .
CCC	السندات في هذه المجموعة تعتبر ذات جودة ضعيفة ، حيث يكون المستثمر عرضة لعدم تحصيل الفوائد أو القيمة الإسمية للسند .
CC	هذه المجموعة تمثل أعلي درجات المضاربة وكثيراً ماتتأخر الشركة المصدرة للسندات في دفع الفوائد الدورية للمستثمرين .
C	هذه المجموعة تمثل سندات الدخل التي لم يتم دفع فوائد عنها .
D	تمثل هذه المجموعة أدني درجات التصنيف حيث تكون الشركة المصدرة متأخرة في سداد الفوائد الدورية ، وربما تعجز عن سداد القيمة الأسمية للسندات أيضاً .

٥ - إتجاهات أسعار الأوراق المالية:

يتعرف المستثمر علي إتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق مايعرف بمؤشرات السوق أو متوسطات السوق . وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية وتعبر مؤشرات السوق عن إتجاهات أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، وذلك علي أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين ، وهذه المؤشرات تتغير طوال اليوم طالما أن هناك عمليات بيع وشراء للأسهم في البورصة إلي أن ينتهي يوم العمل . وفي هذه الحالة فإن آخر أسعار تصل إليها الأسهم تسمي " سعر الإقفال " وهي نفسها الأسعار التي يبدأ بها التعامل في صباح اليوم التالي حيث تسمي " أسعار الأفتتاح " وتوجد عدة مؤشرات معروفة في الأسواق المالية العالمية . ولكن سوف يتم توضيح ثلاثة منها فقط بالتفصيل بإعتبارها أشهر هذه المؤشرات ، وهذه المؤشرات هي مؤشر " فينانشال تايمز " في بورصة لندن ، مؤشر " داو جونز " في بورصة نيويورك ومؤشر " ستاندارد وبور " في بورصة نيويورك أيضاً .

أ - **مؤشر فينانشال تايمز** Financial Times Stock Exchange 100 (FT-SE100)

تأسس هذا المؤشر في ٣ يناير عام ١٩٨٤ ، وهو يتكون من أكبر ١٠٠ شركة مسجلة في بورصة لندن ، حيث تم إختيار هذه الشركات علي أساس القيمة السوقية للشركة " عدد الأسهم x القيمة السوقية للسهم " ويعتبر مؤشر فينانشال تايمز دليل " وليس متوسط " مرجح طبقاً للقيمة السوقية للشركات المائة التي تم إختيارها وفي هذه الحالة فإن الشركة رقم واحد تعطي أكبر وزن ثم يتناقص الوزن تدريجيا حتي نصل إلي الشركة رقم ١٠٠ والتي تعطي أقل وزن وبناء علي ذلك فإن نسبة التغير في سعر سهم الشركة رقم واحد يحصل علي وزن أكبر مما تحصل عليه نسبة التغير في سعر سهم الشركة رقم ٢ .. وهكذا حتي نصل إلي الشركة رقم ١٠٠ ويوفر مؤشر فينانشال تايمز معلومات عن آداء بورصة الأوراق المالية دقيقة بدقيقة من الساعة التاسعة صباحاً حتي الساعة

الخامسة مساء بتوقيت لندن .

وهناك تعديلات يتم إدخالها علي الشركات المكونة لهذا المؤشر . ولكن هذه التعديلات يتم إدخالها ي أضيق الحدود وتتمثل هذه التعديلات في إستبعاد أي شركة يصبح ترتيبها بعد ١١٠ . وأن تصبح الشركة التي سوف تحل محلها ضمن أكبر ٩٠ شركة . وهناك شركات كبيرة كان من الممكن أن تدخل ضمن الشركات المكونة للمؤشر . ولكن هذه الشركات تم إستبعادها من المؤشر لأحد الأسباب الآتية :

- أن تكون الشركة مسجلة في الخارج لأغراض ضريبية .
- أن تكون الشركة تابعة لأحدي الشركات المسجلة في المؤشر .
- أن يكون للشركة عدد كبير من الأسهم ذات الأسعار الثابتة " الأسعار التي لاتتأثر بالعرض والطلب Static Shareholding " .

ب - مؤشر داو جونز للشركات الصناعية Dow Jones Industrial Average "DJIA"

في الواقع توجد أربعة مؤشرات تحمل اسم داو جونز وهي :

- مؤشر داو جونز للشركات الصناعية " ٣٠ شركة " .
- مؤشر داو جونز لشركات النقل " ٢٠ شركة " .
- مؤشر داو جونز لشركات المرافق العامة " ١٥ شركة " .
- مؤشر داو جونز المركب . ويشمل جميع الشركات السابقة " ٦٥ شركة " .

ويعتبر مؤشر داو جونز للشركات الصناعية أشهر هذه المؤشرات . بل ومن أشهر المؤشرات علي مستوي العالم . وقد بدأ العمل بهذا المؤشر في أول أكتوبر عام ١٩٢٨ . وهو يتكون من أكبر ٣٠ شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية ومنذ ذلك الوقت

وحتي الآن يتم تغيير الشركات التي يشملها المؤشر كلما تغير الحجم النسبي لهذه الشركات ، كما هو الحال بالنسبة لمؤشر فينانشال تايمز . وهذا المؤشر يمثل متوسط مرجح بأسعار أسهم الشركات الثلاثين التي يشملها ، عكس مؤشر فينانشال تايمز الذي يعتبر دليل مرجح بالقيمة السوقية للشركات التي يشملها .

ورغم شهرة هذا المؤشر إلا أن هناك إنتقادات فنية توجه إليه ، ومن أهمها مايلي :

- أن الترجيح علي أساس سعر السهم يؤدي إلي تقليل دقة المتوسط ، بمعني أن الزيادة الطفيفة في سعر السهم ذو القيمة الأعلي " ١٠٠ جنيه مثلاً " تؤثر في المتوسط العام أكثر من الزيادة بنفس النسبة في سعر السهم ذو القيمة الأقل " ٢٠ جنيه مثلاً " .
- أن المؤشر يضم ٣٠ شركة صناعية فقط بإعتبارها ممثلة لجميع الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية ، مما يعني عدم دقة تمثيل العينة للمجتمع .

ج - مؤشر ستاندارد وبور Standard and Poor's 500 Index "S and P 500"

يطلق علي هذا المؤشر أيضاً مؤشر ستاندارد وبور المركب لأنه يتكون من أسهم أكثر من نوع من الشركات . وهو يتكون من ٥٠٠ سهم لأربعة أنواع من الشركات موزعة كمايلي :

٤٠٠ شركة صناعية

٢٠ شركة نقل

٤٠ شركة مرافق عامة

٤٠ مؤسسة مالية

ويتخذ هذا المؤشر فترة أساس هي الفترة من ١٩٤١ - ١٩٤٣ حيث ينسب القيمة السوقية للشركات الداخلة في المؤشر حالياً " الفترة التي يتم فيها حساب المؤشر " إلي القيمة السوقية لهذه الشركات في سنة الأساس المشار إليها ويتميز هذا المؤشر عن مؤشر داو جونز بما يلي :

- أن حجم العينة في هذا المؤشر أكبر من تلك الداخلة في حساب مؤشر داو جونز سواء بالنسبة للشركات الصناعية أو بالنسبة لإجمالي الشركات وبالتالي فإن المحللين في مجال الإستثمارات المالية يعتبرون أن الشركات الداخلة في مؤشر ستاندارد وبور تعتبر عينة ممثلة لسوق الأوراق المالية .

- أن هذا المؤشر يعتبر دليل وليس وسيط ويتم الترجيح فيه علي أساس القيمة السوقية للشركات الدخلة في الدليل كما هو الحال في مؤشر فينانشال تايمز أما مؤشر داو جونز فيمثل متوسط وهو مرجح طبقاً للقيمة السوقية للسهم الواحد .

وبالإضافة إلي المؤشرات السابقة فإن هناك عدداً أخر من المؤشرات المعمول بها في الأسواق المالية العالمية ومن هذه المؤشرات مايلي :

- مؤشر Nikkei في اليابان .

- مؤشر CAC في فرنسا .

- مؤشر DAX في المانيا .

- مؤشر All Ordinaries في استراليا .

- مؤشر Straits Times في سنغافورة .

- مؤشر Hang Seng في هوغ كوغ .

٦ - كفاءة سوق المال

يمكن القول أن السوق الكفء - بصفة عامة - هي السوق التي تكون فيها الأسعار إنعكاسا حقيقياً لقيمة السلعة المتداولة من وجهة نظر كل من البائع والمشتري ، ونفس المعني ينطبق علي الأسواق المالية والسوق المالي الكفء هو السوق الذي يحدد " السعر الصحيح " للأوراق المالية ، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لهذه الأوراق . والقيمة الحقيقية للورقة المالية هي المبلغ الذي يجب الحصول عليه أو دفعه مقابل هذه الورقة بالنظر إلي العائد الذي يمكن أن يتحقق منها .

والسؤال الأن هو : مالذي يمكن أن يؤثر في قيمة الأوراق المالية صعوداً أو هبوطاً ؟ الإجابة هي المعلومات ذات العلاقة بالأوراق المالية ، والتي تتعلق بالعائد من هذه الأوراق والمخاطر المرتبطة بها ، ومن أمثلة هذه المعلومات مايلي :

أ - معلومات عن الإقتصاد القومي ككل : مثل إزالة القيود عن الصادرات أو الواردات أو وضع قيود عليها ، التضخم ، الإنكماش ، التشريعات الإقتصادية .. إلخ .

ب - معلومات عن أحد قطاعات النشاط الإقتصادي داخل الدولة : مثل رواج أو كساد السياحة ، الإكتشافات البترولية الجديدة ، نقص ملحوظ في الإنتاج الزراعي بسبب آفات أو فيضان .. إلخ .

ج - معلومات عن الشركة المصدرة للأوراق المالية : مثل دخول الشركة سوق جديدة ، إستقالة أو وفاة أحد أو بعض العناصر القيادية الفعالة في الشركة ، إضافة خط إنتاجي جديد دون الحاجة إلي الإقتراض ، زيادة حجم الأرباح الموزعة عما كانت عليه في الأعوام الماضية ... إلخ .

وبناء علي ذلك فإن السوق المالي الكفء يمكن تعريفه بأنه السوق الذي تعكس الأسعار فيه كافة المعلومات المتاحة والتي لها علاقة بالأوراق المالية المتداولة في هذا السوق وتتمثل ملامح السوق المالي الكفء بما يلي :

أ - كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكلفة زهيدة أو بدون تكلفة علي الإطلاق .

ب - أن تكون هذه المعلومات منتشرة بحيث لايمكن لأي شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين .

ج - وجود عدد كافي من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ويتخذون قراراتهم بناء علي نتائج هذا التحليل . وبحيث ينعكس ذلك علي أسعار الأوراق المالية .

د - تـوافر عدد كبير من البائعين والمشترين . وألا تكون هناك قيود علي دخول السوق أو الخروج منها .

هـ - ليس هناك بائع واحد أو مشتري واحد يمكنه التحكم في أسعار الأوراق المالية . بحيث ترتفع هذه الأسعار أو تنخفض بشكل غير عادي وبما يحقق مصلحة هذا البائع أو ذلك المشتري .

وحتي تكتمل الصورة أمام المستثمر فإنه من المفضل أن يقوم بتحليل المركز المالي للشركة التي يريد إستثمار أمواله في أسهمها أو سنداتها .

تحليل المركز المالي للشركة المُصدِرَة للأوراق المالية

يقصد بتحليل المركز المالي تحليل الميزانية وقائمة الدخل ، ويهدف هذا التحليل إلي التعرف علي القدرة الإنتاجية لأصول المنشأة ، مدي إعتماد المنشأة علي الديون في تمويل أصولها ، قدرة المنشأة علي الوفاء بديونها ، وقدرتها علي تحقيق مستوي مقبول من الأرباح . وبصفة امة يساعد تحليل المركز المالي في إيجاد إجابات للأسئلة الآتية :

أ - هل ستكون المنشأة قادرة علي الإستمرار في مقابلة إلتزاماتها عند إستحقاقها؟.

ب - هل الحسابات المدينة والخزون يتمتعان بدرجة معقولة من السيولة ؟

ج - هل تحقق المنشأة حجم معقول من المبيعات بالنسبة لإستثماراتها في الأصول المتداولة وأصولها الثابتة ؟ .

د - هل تكسب المنشأة معدل معقول من العائد علي كل من المبيعات والأصول وحق الملكية ؟ .

هـ - بأي مقدار يمكن أن تنخفض أرباح المنشأة قبل أن تكون عاجزة عن مواجهة أعبائها الثابتة مثل الفوائد وأقساط وإستئجار الأصول ؟ .

و - إذا أفلست المنشأة فبأي مقدار يمكن أن تنخفض قيمة الأصول عن قيمتها الدفترية قبل أن يتكبد الدائنون غير المرتهنون أية خسائر ؟ .

وعند تحليل المركز المالي لأي شركة تستخدم عادة نسب " معدلات " التحليل المالي التقليدية وهي تمثل الحد الأدني الذي يجب القيام به وفيما يلي توضيح لأهم هذه النسب :

أولاً - معدلات السيولة :

١ - معدل التداول = $\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$ = ... مرة

يقيس هذا المعدل مدي كفاية الأصول المتداولة لسداد الإلتزامات قصيرة الأجل والتي تستحق السداد خلال سنة . والمعدل المتعارف عليه بين المعنيين بالتحليل المالي هو ٢ مرة . أي أن الأصول المتداولة يجب أن تكون علي الأقل ضعف الخصوم المتداولة . وكلما كان هذا المعدل أكبر كانت السيولة أعلي والعكس صحيح .

٢- معدل السداد السريع = $\frac{\text{النقدية + الأوراق المالية + الحسابات المدينة « المدينون + أوراق القبض »}}{\text{الخصوم المتداولة}}$ = ..

ويقيس هذا المعدل مدي قدرة المنشأة علي مقابلة الإلتزامات قصيرة الآجل من الأصول السائلة « سريعة التحول إلي نقدية » ويلاحظ أنه تم إستبعاد المخزون بإعتباره أبطأ الأصول المتداولة في التحويل إلي نقدية . كما تم إستبعاد المدفوعات مقدماً بإعتبارها أصل لايمكن تحويله إلي نقدية بسهولة . والمعدل المتعارف عليه هنا هو ١ مرة . أي أن الأصول السائلة يجب أن تساوي علي الأقل قيمة الخصوم المتداولة . وكلما كان هذا المعدل أكبر كانت السيولة أعلي والعكس صحيح .

٣ - معدل دوران المدينين = $\frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط الحسابات المدينة}}$ = ... مرة

ويتم حساب متوسط الحسابات المدينة بإضافة رصيد أول الفترة إلي رصيد أخر الفترة وقسمة الناتج علي ٢ ويقيس هذا المعدل كفاءة التحصيل في المنشأة أي توضيح ما إذا كان رصيد الحسابات المدينة أكثر من اللازم أم لا .

٤ – متوسط فترة التحصيل = $\frac{\text{٣٦٥ يوم أو ١٢ شهر}}{\text{معدل دوران المدينين}}$ = ... يوم أو شهر

وهذا المعدل مرتبط بالمعدل السابق ، وهو يوضح طول الفترة التي تستغرقها المنشأة لتحصيل قيمة مبيعاتها الآجلة « في المتوسط » أي أنه يقيس كفاءة التحصيل أيضاً . وللحكم علي كفاءة التحصيل في المنشأة يمكن مقارنة هذا المعدل مع شروط البيع في المنشأة أو مقارنة هذا المعدل والمعدل السابق له بأحد المعدلات الآتية :

أ – المعدلات في بعض المنشآت المماثلة « الناجحة » .

ب – متوسط المعدلات علي مستوي النشاط الذي تنتمي إليه المنشأة .

ج – معدلات نفس المنشأة في سنوات سابقة .

٥ – معدل دوران المخزون = $\frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$ = ... مرة

ويقيس هذا المعدل مدي سيولة المخزون بمعني عدد مرات بيع المخزون خلال السنة « في المتوسط » وقد تم إستخدام تكلفة المبيعات في البسط بدلا من المبيعات علي إعتبار أن المخزون يتم تقويمه عادة علي أساس سعر التكلفة .

٦ – متوسط فترة التخزين = $\frac{\text{٣٦٥ يوم أو ١٢ شهر}}{\text{معدل دوران المخزون}}$ = ... يوم أو شهر

وهذا المعدل مرتبط بالمعدل السابق ، وهو يوضح المدة التي يتم خلالها الإحتفاظ بالمخزون قبل أن يتم بيعه « في المتوسط » ويتم الحكم علي المعدلين السابقين بنفس طريقة الحكم علي كفاءة التحصيل كما سبق توضيحه ، وبصفة عامة فإن المنشأة تكون أكثر سيولة مع زيادة المعدلين ٣ ، ٥ وبالتالي نقص المعدلين ٤ ، ٦ والعكس صحيح.

ثانياً- معدلات الربحية :

١ - معدل العائد علي إجمالي الأصول = $\frac{\text{صافي الربح " بعد الفوائد والضرائب "}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}}$ x ١٠٠ = ...٪

يقيس هذا المعدل القدرة الربحية لأصول المنشأة . أي ربحية الجنيه المستثمر في أصول المنشأة " متداولة وثابتة " وبعبارة أخري يقيس هذا المعدل كفاءة الإدارة في إستخدام أصول المنشأة لتوليد مستوي مقبول من الربح .

٢ - معدل العائد علي المبيعات = $\frac{\text{صافي الربح " بعد الفوائد والضرائب "}}{\text{صافي المبيعات}}$ x ١٠٠ = ...٪

ويقصد بصافي المبيعات هنا المبيعات بعد خصم المردودات ويقيس هذا المعدل ربحية الجنيه من المبيعات ، أي أنه يقيس كفاءة الإدارة في تحقيق ربح معقول علي مبيعات المنشأة .

٣ - معدل العائد علي الإستثمار = $\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}}$ x $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$ x ١٠٠ = ...٪

ويطلق علي هذا المعدل أيضاً نظام دي بون Du Pont في التحليل المالي نسبة إلي الشركة التي إبتكرته ، ويلاحظ أنه عند حساب هذا المعدل فإن الناتج سوف يكون مساوياً لمعدل العائد علي إجمالي الأصول ، ولكن الفرق بين الأثنين هو أن معدل العائد علي الإستثمارات ينقسم إلي شقين : الأول يمثل معدل دوران إجمالي الأصول ، والشق الثاني ربحية المبيعات وبعبارة أخري فأن معدل العائد علي الإستثمار = معدل دوران إجمالي الأصول x معدل العائد علي المبيعات ، وبالتالي يمكن معرفة ما إذا كان أحد الشقين أو كلاهما هو المسبب للتغير في معدل العائد علي الإستثمار .

ويقارن كل من المعدلات الثلاثة السابقة بأحد المعادلات الآتية :

أ - المعدلات في بعض المنشأت المماثلة « الناجحة » .

ب - متوسط المعدلات علي مستوي النشاط الذي تنتمي إليه المنشأة .

ج - معدلات نفس المنشأة في سنوات سابقة .

٤ - ربح السهم العادي = $\frac{\text{صافي الربح - توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

وهنا يتعرف المستثمر علي الربح المتاح لكل سهم عادي ، مما يمكنه من تقدير القيمة السوقية للسهم ، كما سيتضح فيما بعد . وبالطبع فأنه كلما زادت معدلات الربحية كلما كان أفضل والعكس صحيح .

ثالثاً - معدلات اليسر المالي

١ - معدل الديون = $\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠ = ...\%$

ويطلق علي هذا المعدل أيضاً « الرفع المالي » وهي ترجمة للمصطلح الإنجليزي Financial Leverage كما يطلق عليها في الولايات المتحدة الأمريكية أو Financial Gearing كما يطلق عليها في بريطانيا .

ويمكن حساب هذا المعدل أيضاً كمايلي :

معدل الديون = $\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حق الملكية}}$ = .. مرة

ويوضح معدل الديون النسبة من أصول المنشأة التي تم تمويلها عن طريق الديون ، أي مدي مساهمة الدائنين - وبالتالي مساهمة أصحاب رأس المال - في تمويل أصول المنشأة . ويقارن هذا المعدل بالمعدل السائد علي مستوي النشاط الذي تنتمي إليه المنشأة . وكلما كان هذا المعدل أقل كلما كان أفضل والعكس صحيح .

٢ - معدل تغطية الفوائد " المدفوعات الثابتة " = صافي الربح + الضرائب + الفوائد / مدفوعات الفوائد = ... مرة

ويقيس هذا المعدل قدرة المنشأة علي مقابلة مدفوعات الفوائد بإعتبارها مدفوعات ثابتة . وفي حالة وجود أقساط إستئجار أصول مثل الآلات ووسائل النقل فإن هذه الأقساط يجب إضافتها إلي كل من البسط والمقام والسبب في إضافة الفوائد وأقساط الإستئجار إلي صافي الربح " في البسط " هو أن هذه المدفوعات يتم الوفاء بها قبل دفع الضرائب ويري بعض خبراء التحليل المالي أن المعدل المقبول هو ٣ أو ٤ أمثال هذه المدفوعات . ولكن وجهة النظر هذه تحمل قدراً من المبالغة لأنه يمكن أن يكون معدل تغطية المدفوعات الثابتة ٢ مرة فقط ويعتبر معقولاً لأن ذلك يعني أن أرباح المنشأة يمكن أن تنخفض إلي النصف ومع ذلك تظل قادرة علي مواجهة مدفوعاتها الثابتة . وعلي أي حال فإنه كلما كان هذا المعدل أكبر من ٢ مرة كلما كان أفضل والعكس صحيح ، وزيادة الدقة يمكن مقارنته بالمتوسط السائد علي مستوي النشاط الذي تنتمي إليه الشركة .

مثال :

طلب منك أحد المستثمرين تحليل المركز المالي لأحدي الشركات التي يرغب في شراء أسهمها ، وفيما يلي الميزانية وقائمة الدخل لهذه الشركة :

الميزانية في ١٩٩٣/٦/٣٠ " بالمليون جنيه "

	الأصول		الخصوم وحقوق الملكية
٤	نقدية	١٥	رأس المال "قيمة أسمية ١٠٠ جنيه للسهم "
٦	مدينون	١٣	سندات
١٠	مخزون	١٢	أسهم ممتازة " قيمة اسمية ٥٠ جنيه للسهم "
٢٠	الات " صافي "	١٠	قروض قصيرة الآجل
١٠	أراضي ومباني " صافي "		
٥٠	إجمالي الأصول	٥٠	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية

قائمة الدخل عن الفترة المنتهية في ١٩٩٣/٦/٣٠ " بالمليون جنيه "

٨٠	صافي المبيعات
٥٠	- تكلفة المبيعات
٣٠	مجمل الربح
٢٠	- مصروفات تشغيل
١٠	ربح التشغيل
٦	- فوائد
٤	ربح قبل الضرائب
١,٥	- ضرائب
٢,٥	صافي الربح بعد الضرائب
١,٢	- توزيعات أسهم ممتازة
١,٣	صافي الربح المتاح لأصحاب الأسهم العادية

وفيما يلي بعض المعلومات الإضافية عن كل من الشركة والقطاع الذي تنتمي إليه :

١ - ٧٥٪ من المبيعات آجلة .

٢ - شروط البيع في الشركة " صافي ٣٠ يوم " .

٣ - متوسط فترة التخزين في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ٤٥ يوم .

٤ - معدل العائد على الإستثمار في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ١٥٪ .

أولاً - معدلات السيولة :

١ - معدل التداول = $\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{٤ + ٦ + ١٠}{١٠} = \frac{٢٠}{١٠} =$ ٢ مرة

وهذا المعدل يتفق مع المعدل المتعارف عليه وهو ٢ مرة

٢ - معدل السداد السريع = $\frac{\text{النقدية + الأوراق المالية + الحسابات المدينة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$

$= \frac{٤ + ٦}{١٠} = \frac{١٠}{١٠} =$ ١ مرة

وهذا المعدل أيضاً يتفق مع المعدل المتعارف عليه وهو ١ مرة

٣ - معدل دوران المدينين = $\frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط الحسابات المدينة}}$

وحيث أن المبيعات الآجلة ٧٥٪ وقيمة المبيعات ٨٠ مليون جنيه

∴ المبيعات الآجلة = ٨٠ x ٧٥ر٠ = ٦٠ مليون جنيه

أما عن متوسط الحسابات المدينة فأنه = $\frac{\text{رصيد أول الفترة + رصيد أخر الفترة}}{2}$

ورصيد أول الفترة هو الرصيد الظاهر في الميزانية السابقة مباشرة "١٩٩٢/٦/٣٠"

وحيث أن هذا الرصيد غير متاح فإننا نعتبر أن رصيد الحسابات المدينة في الميزانية المعطاه هو نفسه متوسط الرصيد .

معدل دوران المدينين = $\frac{60}{6}$ = ١٠ مرة

٤ - متوسط فترة التحصيل = $\frac{\text{٣٦٥ يوم أو ١٢ شهر}}{\text{معدل دوران المدينين}}$

= $\frac{365}{10}$ = ٣٦٫٥ يوم أو = $\frac{12}{10}$ = ١٫٢ شهر

وحيث أن شروط البيع في الشركة " صافي ٣٠ يوم " إذن التحصيل في الشركة بطئ نسبياً لأنه يتم بعد ٣٧ يوم بدلاً من ٣٠ يوم

٥ - معدل دوران المخزون = $\frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$ = $\frac{50}{10}$ = ٥ مرة

٦ - متوسط فترة التخزين = $\frac{\text{٣٦٥ يوم أو ١٢ شهر}}{\text{معدل دوران المخزون}}$

= $\frac{365}{5}$ = ٧٣ يوم أو = $\frac{12}{5}$ = ٢٫٤ شهر

وحيث أن متوسط فترة التخزين في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ٤٥ يوم .

∴ فترة التخزين في هذه الشركة طويلة نسبياً مما يدل علي وجود مخزون راكد لدي الشركة

ثانياً - معدلات الربحية

١ - معدل العائد علي إجمالي الأصول = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$

$= \frac{٢٫٥}{٥٠} \times ١٠٠ = ٥\%$

٢ - معدل العائد علي المبيعات = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times ١٠٠$

$= \frac{٢٫٥}{٨٠} \times ١٠٠ = ٣\%$

٣ - معدل العائد علي الإستثمار = $\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times ١٠٠$

$= \frac{٨٠}{٥٠} \times \frac{٢٫٥}{٨٠} \times ١٠٠ = ١٫٦ \times ٠٫٠٣١ = ٠٫٠٤٩٦ = ٥\%$ تقريباً

وحيث أن معدل العائد علي الإستثمار في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ١٥٪ إذن ربحية هذه الشركة ضعيفة .

٤ - ربح السهم العادي = $\frac{\text{صافي الربح المتاح لأصحاب الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

عدد الأسهم العادية = $\frac{\text{رأس المال}}{\text{القيمة الأسمية للسهم العادي}}$

$= \frac{١٥٫٠٠٠٫٠٠٠}{١٠٠} = ١٥٠٫٠٠٠$ سهم

∴ ربح السهم العادي = $\frac{١٫٣٠٠٫٠٠٠}{١٥٠٫٠٠٠} = ٨٫٧$ جنيه للسهم

وهذا لايعني أن المستثمر سوف يتقاضي بالضرورة ٨٫٧ جنيه لكل سهم لأن الشركة قد تقرر إحتجاز كل أو جزء من هذا الربح لإعادة إستثماره وسوف تتضح تفاصيل ذلك فيما بعد

ثالثاً معدلات اليسر المالي:

١ – معدل الديون = $\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \times ١٠٠$

$= \frac{١٣ + ١٠}{٥٠} \times ١٠٠ = \frac{٢٣}{٥٠} = ٤٦\%$

٢ – معدل تغطية الفوائد = $\frac{\text{صافي الربح + الضرائب + الفوائد}}{\text{مدفوعات الفوائد}}$

$= \frac{٢٫٥ + ١٫٥ + ٦}{٦} = \frac{١٠}{٦} = ١٫٧$ مرة

يوضح هذا المعدل أن أرباح الشركة تفوق مدفوعات الفوائد بمقدار ٠٫٧ مرة . ولكن ذلك لايحقق الأمان الكافي للشركة في مواجهة إلتزاماتها من الفوائد حيث لايصل هذا المعدل إلي الحد الأدني وهو ٢ مرة . والسبب في ذلك أنه حتي لو تأكدنا أن أرباح الشركة لايمكن أن تقل عن قيمة الفوائد فلايعتبر ذلك كافياً لأن هدف الشركة ليس مجرد تغطية مصروفاتها ولكن تحقيق أرباح توزع علي المساهمين .

عائد الأوراق المالية ومخاطرها

أولاً: عائد الإستثمار في الأوراق المالية :

قبل البدء في تحديد عائد الأوراق المالية وأثره على القيمة السوقية لتلك الأوراق فإنه من المفضل التعرض لمفهوم القيمة الحالية للنقود، وترجع أهمية مفهوم القيمة الحالية (القيمة الزمنية) للنقود إلى أن المستثمر يدفع مبلغ معين الآن مقابل الحصول على عائد دوري على مدار فترة طويلة نسبياً من الزمن . وبالطبع فإن الجنيه الذي يحصل عليه المستثمر بعد سنه أو أكثر لايساوي جنيه الآن ، بل يساوي أقل من جنيه . وهذا هو مايعرف بالقيمة الزمنية أو القيمة الحالية للنقود . والقيمة الحالية ببساطة هي عكس القيمة المستقبلية . والأخيرة تعني قيمة مبلغ معين بعد فترة معينة في حالة إستثمار هذا المبلغ بسعر فائدة معين . فإذا كان لدينا جنيه واحد نريد إستثمار بسعر فائدة سنوي (عائد سنوي) ١٠٪ فإن قيمة هذا الجنيه واحدة تحسب كما يلي :

قيمة الجنيه بعد سنه بسعر فائدة ١٠٪ = ١ × (١ + ٠,١٠) = ١,١٠ جنيه

كما أن قيمة هذا الجنيه بعد سنتين بسعر فائدة ١٠٪ =

١ × (١ + ٠,١٠)^٢ = ١ × ١,٢١ =١,٢١ جنيه

وبصفة عامة فإن :

س = م (١ + ر) ^ن

حيث :

س = القيمة المستقبلية للمبلغ المستثمر الآن .

م = المبلغ المستثمر الآن .

ر = سعر الفائدة السنوي .

ن = عدد السنوات (عدد الفترات الزمنية) .

وهذا هو مايطلق عليه قانون الفائدة المركبة . ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي بإفتراض أن لدينا الآن مبلغ ١٠٠٠ جنيه ونريد إستثماره بفائدة سنوية ١٠٪ لمدة ٣ سنوات .

نهاية السنه الثالثة	نهاية السنه الثانية	نهاية السنة الأولي	الآن (السنه صفر)
١٣٣١	١٢١٠	١١٠٠	١٠٠٠
١٠٠ × (١ ÷ ٠,١٠)٣	١٠٠٠ × (١ ÷ ٠,١٠)٢	١٠٠٠ × (١ ÷ ٠,١٠)٣	

ومن الناحية الأخري فإن مفهوم القيمة الحالية يقوم علي أساس أن الجنيه الذي سوف نحصل عليه في المستقبل يساوي أقل من جنيه الآن . والسبب في ذلك أن هذا الجنيه لوكان متاحاً لدينا الأن لكان من الممكن لنا إستثماره بسعر فائدة (عائد) معين يؤدي إلي زيادة قيمته في المستقبل وبإستخدام نفس متغيرات معادلة الفائدة المركبة (القيمة المستقبلية) فإن :

$$م = \frac{س}{(٠,١ + ر)^{ن}}$$

حيث :

م = قيمة المبلغ الأن

س = المبلغ الذي سوف نحصل عليه في المستقبل (القيمة المستقبلية) .

ر = سعر الخصم (سعر الفائدة)

ن = عدد السنوات

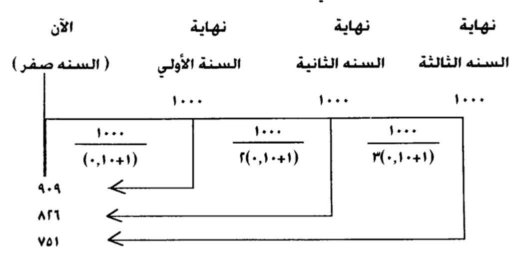
فإذا كنا سنحصل علي جنيه واحد بعد سنه من الآن . وكان سعر الفائدة (العائد) الذي نقبله لإستثمار أموالنا هو ١٠٪ . فإن القيمة الحالية لهذا الجنيه هي :

$$م = \frac{١}{(١ + ٠,١٠)^{٢}} = \frac{١}{١,٢١} = ٠,٨٣ \text{ جنيه}$$

ومعني ذلك أنه إذا كان العائد الذي نقبله لإستثمار أموالنا هو ١٠٪ . فإنه يتساوي لدينا الحصول علي جنيه واحد بعد سنه أو ٠,٩١ جنيه الآن ..

وهكذا .

ويمكن توضيح ذلك بالشكل الآتي :



يتضح من هذا الشكل أنه إذا كان العائد الذي نقبله علي إستثمار أموالنا هو ١٠ فإنه يتساوي لدينا

أ - أن نحصل علي ٩٠٩ جنيه الآن أو ١٠٠٠ جنيه بعد سنه

ب - أن نحصل علي ٨٢٦ جنيه الآن أو ١٠٠٠ جنيه بعد سنتين .

ج - أن نحصل علي ٧٥١ جنيه الآن أو ١٠٠٠ بعد ثلاث سنوات .

أما إذا كنا سنحصل علي ١٠٠٠ جنيه في نهاية كل سنه من السنوات الثلاث فإن القيمة الحالية لهذه المبالغ (مجتمعة) تحسب كما يلي :

$$م = \frac{١٠٠٠}{(١+٠,١٠)} + \frac{١٠٠٠}{٢(١+٠,١٠)} + \frac{١٠٠٠}{٣(١+٠,١٠)} = ٩٠٩ + ٨٢٦ + ٧٥١ = ٢٤٨٦ \text{ جنيه}$$

ومعني ذلك أنه إذا كان العائد الذي نقبله لإستثمار أموالنا هو ١٠٪ . فإنه يتساوي لدينا الحصول علي ٢٤٨٦ جنيه الآن أو ١٠٠٠ جنيه في نهاية كل سنه من السنوات الثلاث القادمة .

وبصفة عامه يلاحظ علي القيمة الحالية للنقود مايلي :

أ - كلما زاد سعر الخصم (سعرالفائدة) كلما نقصت القيمة الحالية والعكس صحيح .

ب - كلما طالت الفترة الزمنية للخصم كلما نقصت القيمة الحالية والعكس صحيح .

١ - عائد السند :

العائد من الإستثمار في سند معين يتمثل في قيمة الفوائد التي يحصل عليها المستثمر سواء كانت الجهة المصدرة للسند تقوم بدفع الفوائد كل سنه أو كل نصف سنه ، ولكن عادة مايتم حساب هذه الفوائد علي أساس سنوي ، وبالإضافة إلي الفوائد فإن المستثمر قد يحقق إرباحاً رأسمالية متمثلة في الزيادة التي قد تطرأ علي سعر السند في السوق . وبالطبع فإنه إذا إنخفض سعر السند في السوق فسوف يحقق المستثمر خسائر رأسمالية ، وهنا يمكن التفرقه بين نوعين من العائد هما: العائد السنوي (الجاري) ، والعائد حتي تاريخ الإستحقاق .

أ - العائد السنوي (الجاري) :

يتمثل العائد الجاري للسند في الفوائد التي يحصل عليها المستثمر سنوياً ، ويتم حساب هذا العائد كما يلي :

$$\text{عائد السند} = \frac{\text{قيمة الفوائد السنوية}}{\text{سعر السند في السوق}}$$

فإذا كان سعر السند في السوق ١٠٠ جنيه والفوائد السنوية (الكوبون السنوي) ١٣ جنيه ، فإن :

$$\text{عائد السند} = \frac{١٣}{١٠٠} = ٠,١٣\% \text{ سنوياً}$$

وقد يقال أن عائد السند محدد سلفاً وقت إصدارهذا السند في صورة الكوبون المصاحب للسند ، وبالتالي فإن العائد معروف مقدماً . والرد علي ذلك إن نسبه الفائدة (الكوبون) المحددة وقت إصدار السند تحسب بناء علي القيمة السوقية . فمثلاً قد يصدر سند معين بقيمة إسميه ١٠٠ جنيه وبسعر فائدة (الكوبون) ١٥٪ ، وهنا لاتتغير هذه النسبة طوال فترة إستحقاق السند . في هذه الحالة نجد أن قيمة

السنوية (الكوبون السنوي) تحسب كما يلي :

الفوائد السنوية للسند = القيمة الإسمية للسند × سعر الفائدة علي هذا السند = ١٠٠ × ٠,١٥ = ١٥ جنيه سنوياً

ولكن قد تختلف قيمة السند في السوق عن قيمته الإسمية سواء إرتفاعاً أوإنخفاضاً مما يؤثر بدوره علي العائد الفعلي (الحقيقي) الذي يحصل عليه المستثمر فإذا إرتفعت قيمة السند في السوق إلي ١٢٠ جنيه فإن العائد علي الإستثمار في هذا السند سوف يختلف لأن قيمة الفوائد السنوية ثابتة وهي ١٥ جنيه للسند الواحد في هذه الحالة نجد أن العائد من هذا السند يحسب كما يلي :

عائد السند = $\frac{١٥}{٨٠}$ = ٠,١٢٥ = ١٢,٥٪

ومن الناحية الأخري فإنه إذا أنخفض سعر السند في السوق - مع ثبات الفائدة السنوية بالطبع- إلي ٨٠ جنيه فإن عائده يصبح كما يلي :

عائد السند = $\frac{١٥}{٨٠}$ = ٠,١٨٧٥ = ١٨,٧٥ ٪ سنوياً .

ومعني ماتقدم أنه مع ثبات قيمة الفوائد السنوية فإن إرتفاع سعر السند في السوق يترتب عليه إنخفاض في العائد منه . والعكس صحيح . أي أن هناك تناسب عكسي بين سعر السند في السوق والعائد منه . طالما أن قيمة الفوائد السنوي ثابتة

ب - العائد حتي تاريخ الإستحقاق :

إذاقام أحد المستثمرين بشراء سند معين وقت إصداره . وكان ثمن الشراء هو نفسه القيمة الإسمية للسند . وأن هذا المستثمر ينوي الإحتفاظ بالسند حتي تاريخ إستحقاقه . فإن العائد حتي تاريخ الإستحقاق يكون هو نفسه العائد الجاري . وبعبارة أخري فإنه إذا كانت القيمة الإسمية للسند وقت إصداره ٢٠٠ جنيه . والعائد (الكوبون) السنوي ١٠٪ (أي أن قيمة الكوبون ٢٠ جنيه) . فإن هذا العائد سوف يظل ثابتاً عند ١٠٪ طوال فترة إستحقاق السند . والسبب في ذلك أن المستثمر قد دفع ٢٠٠ جنيه ثمناً للسند وسوف يسترد نفس المبلغ عندما يحين تاريخ الإستحقاق . مع إستمرار حصوله علي قيمة الكوبون السنوي (٢٠ جنيه سنوياً) طوال فترة الإستحقاق .

ويظهر الإختلاف في الحسابات عند إختلاف القيمة السوقية للسند عن قيمته الإسمية . مع عزم المستثمر علي الإحتفاظ بالسند حتي تاريخ الإستحقاق . ففي المثال السابق لو قام مستثمر آخر - في وقت لاحق - بشراء نفس السند بمبلغ ١٧٠ جنيه (مع أن قيمته الإسمية ٢٠٠ جنيه) وهو ينوي الإحتفاظ بهذا السند حتي تاريخ إستحقاقه . في هذه الحالة يجب ملاحظة ما يلي :

ب /١ - أن قيمة الكوبون (٢٠جنيه) لن تتغير .

ب /٢ - أن المشتري (المستثمر الجديد) سوف يحقق أرباحاً رأسمالية قيمتها ٣٠ ٣٠جنيه .لأنه سوف يسترد القيمة الإسمية للسند وهي ٢٠٠ جنيه في تاريخ الإستحقاق في حين أن مادفعه فعلاً ١٧٠ جنيه فقط .

وبناء علي ذلك فإن العائد حتي تاريخ الإستحقاق يحسب كما يلي :

العائد حتي تاريخ الإستحقاق = (الكوبون السنوي ± متوسط الأرباح أو الخسائر الرأسمالية السنوية) / (متوسط الإستثمار)

أي أن :

قيمة الكوبون السنوي =

القيمة الإسمية للسند × نسبة الكوبون (الفائدة) = ٢٠٠ × ٠,١٠ = ٢٠ جنيه سنوياً .

الأرباح الرأسمالية = القيمة الإسمية للسند - القيمة السوقية = ٢٠٠ - ١٧٠ = ٣٠ جنيه

وإذا كانت الفترة المتبقية حتي تاريخ إستحقاق السند هي ٦ سنوات فإن متوسط

الأرباح الراسمالية = (الأرباح الرأسمالية) / (عدد السنوات المتبقية حتي تاريخ الإستحقاق) = ---- = ٥ جنيه سنوياً في المتوسط

متوسط الإستثمار = (القيمة السوقية + القيمة الإسمية) / ٢

= (٢٠٠ + ١٧٠) / ٢ = ٣٧٠ / ٢ = ٠,١٣٥ = ١٣,٥ ٪ سنوياً

وبالطبع فإنه إذا تم شراء السند بأكبر من قيمته الإسمية فإن المشتري سوف يحقق خسائر رأسمالية ، طالما أنه ينوي الإحتفاظ بالسند حتي تاريخ الإستحقاق ، لأنه لن يسترد إلا القيمة الإسمية فقط في هذا التاريخ .

ففي المثال السابق إذا قام المستثمر الجديد بشراء السند بمبلغ ٢٣٠ جنيه ، فإن :

- الخسائر الرأسمالية = القيمة السوقية - القيمة الإسمية =٢٣٠ - ٢٠٠ = -٣ جنيه

الكوبون السنوي = ٢٠ جنيه (كما هو) .

متوسط الإستثمار = (٢٣٠ + ٢٠٠) / ٢ = ٤٣٠ / ٢ = ٢١٥ جنيه

العائد حتي تاريخ الإستحقاق = (٢٠ - ٥) / ٢١٥ = ١٥ / ٢١٥ = ٠,٠٦٩٨ = ٦,٩٨٪ سنوياً .

وبصفة عامة فإنه إذا كان شراء السند أقل من قيمته الإسمية فإن العائد حتي تاريخ الإستحقاق سوف يكون أكبر من نسبة الكوبون، والعكس صحيح . والسبب في ذلك هو مايتحقق للمستثمر من أرباح أو خسائر رأسمالية نتيجة إختلاف القيمة السوقية للسند عن قيمته الإسمية .

١ - عائد السهم :

يقصد بالعائد هنا الربح الموزع للسهم ، والذي يتم التوصل إليه بقسمة صافي الأرباح التي تقرر توزيعها علي عدد الأسهم العادية ، وذلك بعد إحتجاز ذلك الجزء من الأرباح والمخصص لأصحاب الأسهم الممتازة إن وجدت . وحيث أنه بناء علي الربح المحقق تحدد الشركة الجزء الذي يتم توزيعه وذلك الذي يتم إحتجازه (لإعادة إستثماره في الشركة) . فإن كلاً من الربح المحقق والربح الموزع يحددان قيمة السهم العادي من وجهة نظر المستثمر . ويتعرف أصحاب الأسهم - سواء كانت عادية أو ممتازة -

علي حجم الأرباح المحققة عن طريق فحص القوائم المالية للشركة مما يمكنهم من توقع ما إذا كانوا سيحصلون علي توزيعات أرباح أم لا . وتختلف طريقة توزيع الربح علي الأسهم الممتازة عنها بالنسبة للأسهم العادية . كما يتضح مما يلي :

أ - عائد السهم الممتاز :

يتحدد عائد السهم الممتاز إما كمبلغ ثابت يوزع للسهم سنوياً أو كنسبة مئوية من القيمة الإسمية لهذا السهم . فإذا كان لدينا سهم ممتاز قيمته الإسمية ١٠٠ جنيه ويستحق عائد ١٠٪ فإن قيمة هذا العائد تحسب كما يلي :

عائد السهم الممتاز (الربح السنوي الموزع للسهم الممتاز) =

القيمة الإسمية للسهم × نسبة العائد (نسبة توزيع الربح) = ١٠٠ × ٠,١٠ = ١٠ جنيه سنوياً .

وهذا العائد يظل ثابتاً طوال فترة حياة السهم - وبصرف النظر عن قيمته السوقية - ما عدا بعض أنواع الأسهم الممتازة والتي يمكن أن يتغير عائدها ، ولكن هذه الأنواع تمثل إستثناء علي القاعدة . فإذا إختلفت القيمة السوقية للسهم الممتاز عن قيمته الإسمية فإن عائد هذا السهم (كنسبة مئوية) سوف يختلف ، طالماً أن قيمة ذلك العائد (كمبلغ) ثابتة . ففي المثال السابق إذا أصبحت القيمة السوقية للسهم ١١٥ جنيه ، فإن عائد ها السهم يحسب كما يلي :

$$\text{عائد السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح السنوي الموزع للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} = \frac{١٠}{١٥} = ٠,٠٨٧ = ٨,٧٪$$

ومن الناحية الأخري إذا إنخفضت القيمة السوقية لهذا السهم لتصبح ٨٥ جنيه ، فإن العائد منه يحسب كما يلي :

$$\text{عائد السهم الممتاز} = \frac{١٠}{١٥} = ٠,١١٨ = ١١,٨٪$$

يتضح مما سبق أنه مع ثبات قيمة الربح الموزع للسهم الممتاز مثالة لطريقة حساب عائد السند، وبالتالي يتساءل عما إذا كان هناك فرق بينهما . والواقع أن هناك فروق جوهرية بين السندات والأسهم الممتازة تتمثل فيما يلي :

أ /١ - أن الفوائد المستحقة لأصحاب السندات تمثل إلتزاماً قانونياً علي الشركة المُصدرة وبالتالي لايمكن تأجيل دفع هذه الفوائد لأن أصحاب السندات

يمكنهم اللجوء إلي القضاء لإجبار الشركة علي دفع هذه الفوائد . أما توزيعات الأسهم الممتازة فلا تمثل إلتزاماً قانونياً علي الشركة ، وإنما يترك الأمر لتقدير مجلس الإدارة عن مدي كفاية الأرباح المحققة لإجراء توزيعات علي الأسهم الممتازة . ومع ذلك فإنه إذارأي مجلس إدارة الشركة عدم إجراء توزيعات أرباح علي الأسهم الممتازة فليس معني ذلك ضياع هذه الأرباح علي المساهمين ، وإنما يعني تأجيل هذه التوزيعات لحين تحقيق أرباح كافية.

أ / ٢ - في حالة تصفية الشركة فإن أصحاب السندات لهم أولوية علي أصحاب الأسهم الممتازة في إستيفاء حقوقهم من حصيلة بيع أصول هذه الشركة.

أ / ٣ - السندات لها تاريخ إستحقاق محدد ، يسترد فيه أصحاب السندات القيمة الإسمية لسنداتهم وتنتهي علاقتهم بالشركة . أما الأسهم الممتازة فليس لها تاريخ إستحقاق محدد . أي أنها باقية طالما أن الشركة قائمة . إلاإذا رأت الشركة في حالات معينة إسترداد الأسهم الممتازة من مالكيها .

وبناء علي الفروق السابقة فإن المستثمرين عادة مايتوقعون أن يكون العائد علي الأسهم الممتازة أعلي من سعر الفائد علي السندات التي تصدرها نفس الشركة . فإذا قامت إحدي الشركات بإصدار سندات بسعر فائدة ١٠٪ مثلاً ثم قامت بعد ذلك بإصدار أسهم ممتازة فإن المستثمرين يتوقعون أن تكون نسبة التوزيع علي هذه الأسهم ١١٪ أو ١٢٪ مثلاً . وهذا الفرق في العائد يمثل تعويضاً لمشتري الأسهم الممتازة عن المزايا التي يتمتع بها أصحاب السندات ولايتمتعون هم بها ، وهو مايطلق عليه " علاوات مخاطرة " ويعني ذلك أن المستثمرين في الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطرة أكبر من تلك التي يتعرض لها المستثمرون في السندات . وتتمثل هذه المخاطر في إحتمال تأجيل توزيعاتهم إذا لم تكن الأرباح كافية - بعد سداد فوائد السندات - وكذلك إحتمال ضياع إستثماراتهم كلياً أو جزئياً إذا ماتمت تصفية الشركة .

ب - عائد السهم العادي :

المستثمرون في الأسهم العالية هم أصحاب الشركة المصدرة لهذه الأسهم ، وبالتالي فهم لايحصلون علي أي أرباح إلا بعد سداد فوائد السندات وتوزيعات الأسهم الممتازة . أما إذا لم يتبق لهم أرباح فليس لهم الحق في المطالبة بشئ . وعلاوة علي ذلك فإن أي خسائر تحققها الشركة يتحملها أصحاب الأسهم العادية دون غيرهم ومعني ذلك أن المستثمرين في الأسهم العادية يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمله كل من أصحاب السندات وأصحاب الأسهم الممتازة . لذلك فإن المستثمر لايقبل علي شراء الأسهم العادية لشركة معينة إلاإذا كانت توقعات لأرباح تشيرإلي حصول السهم العادي علي ربح موزع أكبر من ذلك الذي يحصل عليه السهم الممتاز ، وكذلك أكبر من الفائدة السنوية التي يحصل عليها السند .

وعند حساب عائد السهم يجب الأخذ في الإعتبار مايلي :

- أن الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد ، في حين أن السندات لها تاريخ إستحقاق محدد يسترد فيه المستثمر القيمة الإسمية لهذه السندات .
- إن عائد السهم العادي يتم حسابه عن الفترة التي ينوي المستثمر خلالها الإحتفاظ بالسهم .
- ليس هناك عائد محدد مسبقا يوزع علي أصحاب الأسهم العادية وإنما يتوقف ذلك علي حجم الربح المتاح كما سبق إيضاحه ، وبناء علي ذلك فإن المستثمر في الأسهم العادية يتوقع ماسوف يحصل عليه من ربح موزع بناء علي ماقامت الشركة بتوزيعه في الماضي . وكذلك بناء علي ظروف السوق المتوقعة .

ويتمثل عائد السهم العادي في الربح الموزع لهذا السهم ، يضاف إليه أو يطرح منه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية نتيجة إختلاف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الإسمية أو عن ثمن شرائه ويرجع ذلك إلي أن الأسهم العادية هي أكثر الأوراق المالية تقلباً في أسعارها ، وذلك لإختلاف الربح الموزع للسهم من سنه إلي أخري بالإضافة إلي العوامل الأخري المشتركة مع بقية الأوراق المالية . فإذا إفترضنا أن أحد المستثمرين قام بشراء سهم عادي بمبلغ ١٠٠ جنيه ، وأنه يتوقع ربح موزع للسهم ٥ جنيهات في نهاية العام مما يؤدي إلي زيادة القيمة السوقية للسهم إلي ١١٠ جنيه . في هذه الحالة يتم حساب عائد السهم العادي كما يلي :

$$\text{عائد السهم العادي} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم + المكاسب أو الخسائر الرأسمالية}}{\text{ثمن شراء السهم}}$$

حيث :

الربح الموزع للسهم = ٥ جنيهات

المكاسب أو الخسائر الرأسمالية = القيمة السوقية للسهم - ثمن شراء السهم

وفي هذا المثال نلاحظ أن المستثمر سوف يحقق مكاسب رأسمالية هي :

١١٠ - ١٠٠ = ١٠ جنيه

.. ثمن شراء السهم = ١٠٠ جنيه

$$\therefore \text{عائد السهم} = \frac{5 + 10}{100} = 0.15 = 15\%$$

أما إذا كان السعر المتوقع للسهم في السوق في نهاية العام ٩٢جنيه فمعني ذلك أن هناك خسائر رأسمالية = ٩٢ - ١٠٠ = -٨ جنيه

$$\therefore \text{عائد السهم} = \frac{5 - 8}{100} = -0.03 = -3\%$$

وحيث أن عائد السهم رقم سالب فمعني ذلك أن الإستثمار في هذا السهم يحقق للمستثمر خسارة نسبتها ٣٪ .

وإذا كان المستثمر يريد الإحتفاظ بالسهم إلي ما لا نهاية فإنه يأخذ في الإعتبار شيئين جوهريين هما :

- أن عائد السهم يجب أن يعوضه عن الفرص الإستثمارية التي تخلي عنها من أجل إستثمار أمواله في هذا السهم . وبعبارة أخري فإن عائد السهم يجب ألا يقل عن عائد أسهم الشركات المماثلة ولتي كان من الممكن للمستثمر أن يشتري أسهمها ، وهذا هو مايطلق عليه في مجال الإستثمار تكلف الفرصة الضائعة أو تكلفة الفرصة البديلة .

- أن الربح الموزع للسهم يجب أن ينمو من سنة لإخري حتي يعوض المستثمر عن تناقص قيمة النقود بمرور الزمن (تناقص القيمة الزمنية للنقود) .

فإذا إفترضنا قيام أحد المستثمرين بشراء سهم عادي بمبلغ ١٠٠ جنيه حيث يتوقع أن تقوم الشركة بتوزيع ١٠ جنيه لكل سهم ، كما أن توقعات نشاط الشركة تشيررلي أن هذا البرح الموزع سوف ينمو بمعدل ٢٪ سنوياً بشكل مستمر . في هذه الحالة نجد أن عائد السهم يحسب كما يلي :

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم}}{\text{سعر السهم}} + \text{معدل النمو}$$

$$= \frac{١٠}{١٠٠} + ٠,٠٢ = ٠,١٠ + ٠,٠٢ = ٠,١٢ = ١٢\%$$ سنوياً .

ويطلق علي هذا العائد معدل العائد المتوقع أي معدل العائد الذي يتوقعه المستثمرون في أسهم شركة معينة .

وبناء علي المعادلة السابقة يقوم المستثمرون بحساب المبلغ الذي يجب دفعه لشراء سهم شركة معينة ، وهو مايطلق عليه " القيمة الحالية للسهم " .

ويعني ذلك أنه إذا تم خصم الربح السنوي الموزع للسهم - لفترة لانهائية - فإن الناتج يمثل قيمة السهم من وجهة نظر المستثمر . علي سبيل المثال إذا سهم شركة معية سوف يحقق لصاحبه ربح موزع في العام القادم قيمته ١٥ جنيه حيث يتوقع أن ينمو هذا الربح بمعدل ٣٪ سنوياً وأن معدل العائد الذي يتوقعه المستثمر ١٧٪ فإن القيمة الحالية لهذا السهم تحسب كما يلي :

$$\text{القيمة الحالية للسهم} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه في نهاية العام القادم}}{\text{معدل العائد الموقع} - \text{معدل النمو}}$$

وهنا يجب ملاحظة مايلي :

- أن بسط النسبة يجب أن يمثل الربح المتوقع توزيعه في نهاية العام القادم ، وليس الربح الموزع في نهاية هذا العام كما هو الحال في معادلة حساب عائد السهم

– أن معدل العائد المتوقع هو نفسه سعر الخصم ، والذي بناء عليه يتم إيجاد القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح .

∴ القيمة الحالية للسهم = $\frac{١٥}{٠,١٧ - ٠,٠٣}$ = $\frac{١٥}{٠,١٤}$ = ١٠٧ جنيه .

ومعني ذلك أن المستثمر مستعد لدفع ١٠٧ جنيه ثمناً لسهم عادي يحقق له ربح موزع بواقع ١٥ جنيه سنوياً ، وبحيث يتزايد هذا الربح بمعدل ٣٪ سنوياً .

مما تقدم نستنتج مايلي :

- كلما زاد الربح الموزع للسهم – مع ثبات باقي العناصر – كلما زادت قيمة السهم ، والعكس صحيح .
- كلما زاد معدل العائد المتوقع – مع ثبات باقي العناصر – كلما قلت قيمة السهم ، والعكس صحيح .
- كلما زاد معدل نمو الأرباح – مع ثبات باقي العناصر – كلما زادت قيمة السهم ، والعكس صحيح .

ويمكن تحديد قيمة السهم بطريقة أخري علي النحو التالي :

ق = ح × س ح

حيث :

ق = قيمة السهم

ح = الربح المحقق للسهم = $\frac{\text{صافي ربح الشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$

س ح = معدل السعر للربح (معدل السعر / الربح) ، والذي يمكن تقديره بالمعادلة الآتية :

س ح (التقديري) = $\frac{\text{القيمة الحالية للسهم}}{\text{الربح المحقق للسهم}}$

وبالتعويض في البسط بمعادلة لقيمة الحالية نجد أن :

س ح (التقديري) = $\frac{\text{الربح الموزع للسهم} \div \text{الربح المحقق للسهم}}{\text{معدل العائد الموقع (معدل الخصم)} - \text{معدل النمو}}$

$$\frac{\text{الربح الموزع للسهم}}{\text{الربح المحقق للسهم}} \times \frac{1}{\text{معدل الخصم - معدل النمو}}$$

وبعد ذلك يمكن مقارنة س ح التقديري مع س ح الفعلي ، حيث :

$$\text{س ح (الفعلي)} = \frac{\text{سعر السهم الحالي (الفعلي) في السوق}}{\text{ربح السهم الحالي (الفعلي)}}$$

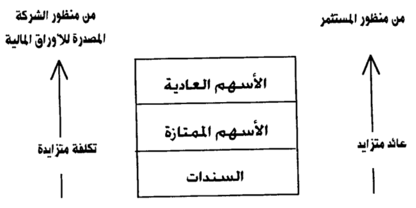
وبناء علي هذه المقارنة يمكن للمستثمر إتخاذ أحد المواقف الأتية :

- إذا كان س ح الفعلي أكبر من س ح التقديري فمعني ذلك أن قيمة السهم في السوق أكبر من قيمته الحقيقية . وهنا يمكن بيع السهم وتحقيق مكاسب رأسمالية .

- إذا كان س ح الفعلي أقل من س ح التقديري فمعني ذلك أن قيمة السهم في السوق أقل من قيمته القحيقية . وهنا يمكن للمستثمر شراء هذاالسهم .

- إذا تساوي س ح الفعلي مع س ح التقديري فمعني ذلك أن قيمة السهم في السوق تساوي قيمته الحقيقية . وهنا يمكن للمستثمر الإحتفاظ بهذا السهم.

وإذا علمنا أن العائد الذي يحققه المستثمر من الأوراق المالية هونفسه تكلفة تتحملها الشركة المصدرة لهذه الأوراق . فإنه يمكن ترتيب مختلف الأوراق المالية من منظور كل من المستثمر والشركة كما هو في الشكل التالي :



ترتيب الأوراق المالية من منظور كل من المستثمر والشركة المصدرة لها . علي أساس العائد (التكلفة).

ثانياً: مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية

المخاطرة بالنسبة لإستثمار معين تشير إلي التقلبات المحتملة في العائد من ذلك الإستثمار، وبنفس المنطق فإن المخاطرة بالنسبة للأوراق المالية تعني التقلبات المحتملة في العائد من تلك الأوراق، ويطلق علي المخاطرة هنا " المخاطرة الكلية " . ويرجع ذلك إلي أن التقلبات في العائد من الأوراق المالية تأتي من عدة مصادر، وهذه المصادر تحدد المخاطر الفرعية والتي تشكل في مجموعها المخاطر الكلية، فمثلاً قد تحدث تقلبات في العائد من الأوراق المالية نتيجة تغي ظروف السوق أو تغير أسعار الفائدة أو قرارات خائطة لإدارة الشركة ... إلخ . وفيما يلي عرض لأهم مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية :

١ - مخاطر الإدارة:

مخطر الإدارة هي ذلك الجزد من مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية (المخاطر الكلية) والذي يرجع إلي قرارات القائمين علي إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق . وتعتبر إدارة الشركة مصدراً للمخاطرة نظراً للقرارات الخاطئة التي قد تتخذها أو المواقف السلبية التي قد تلجأ إليها، ومن أمثلة هذه القرارات والمواقف مايلي :

أ - عدم الإحتياط للأحداث غير المتوقعة :

وتتمثل هذه الأحداث في الكوارث غير المتوقعة مثل الزلازل، البراكين، الفيضان، الجفاف، وكذلك وفاة أحد العناصر القيادية المؤثرة في إدارة الشركة . وتتمثل مسئولية الإدارة هنا في الإحتياط لمثل هذه الأحداث حتي يمكن تجنب الخسائر الضخمة التي قد تنتج عنها . فإذا لم تقم الإدارة بالإحتياط للكوارث غير المتوقع فإنها قد تواجه خسائر ضخمة تؤثر سلبياً علي مركزها المالي، وبالتالي يترتب عليها إنخفاض في أسعار أوراقها المالية في السوق . وبالطبع فإن إنخفاض أعار الأوراق المالية يعني خسائر للمستثمرين في هذه الأوراق .

ب - تقادم المنتجات :

تمر جميع المنتجات تقريباً بنفس المراحل بدءاً من مرحلة الظهور إلي النمو إلي النضج، وأخيراً مرحلة التقادم . ويحدث التقادم بسبب ظهور منتج جديد أكثر تطوراً أو أطول عمراً أو أكثر وفراً في تكاليف التشغيل . ولكن يمكن حماية أي منتج من التقادم عن طريق الإهتمام بالبحوث والتطوير حتي يظل هذا المنتج متجدداً بإستمرار . فإذا تراخت الإدارة في الإهتمام بالبحوث والتطوير وإعداد الموارد اللازمة لها ، فسوف يؤدي ذلك إلي تقادم المنتج (أو المنتجات) أمام المنتجات المستحدثة . وتقادم منتج (أو منتجات) الشركة يؤدي إلي تقلص مبيعاتها - ومن ثم أرباحها - ما يترتب عليه إنخفاض أسعار أوراقها المالية ومايترتب عليه من خسائر للمستثمرين .

ج - الإرتباط بعميل واحد :

إذا كانت الشركة تنتج سلعة واحدة أو عدد محدداً من السلع يتم توريدها لعميل واحد كبير ، فإن إستمرار الشركة من عدمه يتوقف علي إستمرار التعامل مع هذا العميل الواحد . ومثال ذلك المصانع الصغيرة التي تعتمد في تصريف إنتاجها علي شركة كبيرة لإنتاج السيارات أو الطائرات ، فإذا توقفت الشركة المشترية عن التعامل مع الشركة الصغيرة فإن معني ذلك إنهيار هذه الأخيرة . وبالطبع فإن المستثمرين في الأوراق المالية - وخاصة الأسهم -هم الذين يتحملون تبعات ذلك . ولكن يمكن لإدارة الشركة تفادي ذلك عن طريق تنويع المنتجات و / أو العملاء ، بحيث أن الخسائر التي قد تتحقق من منتج معين أوعميل معين يمكن تعويضها من الأرباح المحققة من منتج آخر أو عميل أخر .

٢ - مخاطر السوق :

تتمثل مخاطر السوق في ذلك الجزء من المخاطر الكلية والذي ينتج عن صعود وهبوط السوق ، حيث يظهر هذا الصعود أو الهبوط من خلال مؤشرات أسعار الأوراق المالية (مؤشرات السوق) . فعندما يبدأ أحد المؤشرات في الإرتفاع - عن أدني مستوي وصل إليه - ويواصل هذا الإرتفاع لفترة ملحوظة فإنه يطلق

علي السوق في هذه الحالة " سوق صاعدة". وتنتهي هذه الحالة عندما يصل مؤشر السوق إلي أقصي حد له ويبدأ في الإنخفاض . وعلي العكس فإنه يطلق علي السوق " سوق هابطة " خلال الفترة التي ينخفض فيها موشر السوق حتي يصل إلي أدني مستوي له .

وبالطبع فإن المستثمر اليقظ هو الذي يقوم بشراء الأوراق المالية عندما تكون السوق هابطة، ويقوم بالبيع عندما تكون السوق صاعدة وذلك عن طريق " توقع " حالة السوق . وفي الدول الرأسمالية يرتبط صعود وهبوط السوق بالدورة الإقتصادية من إنتعاش إلي كساد ثم إنتعاش .. وهكذا . وبناء علي ذلك يتم توقع حالة السوق علي أساس إرتباطها بحالات الكساد والإنتعاش في إقتصاد الدولة ككل . ففي حالات الكساد عادة ماتعمل المصانع بأقل من طاقتها وينخفض مستوي التوظف وتقل الأرباح . والعكس في حالات الإنتعاش .

ويعتبر إنخفاض أرباح الشركات – أثناء فترات الكساد – السبب وراء إنخفاض أسعار الأوراق المالية ، ولكن عادة مايحدث هبوط في السوق قبل حدوث الكساد . ويرجع ذلك إلي أن المستثمرين المحترفين يتوقعون إنخفاض أرباح الشركات – وبالتالي إنخفاض ربح السهم – مما يدفعهم إي بيع ما في حوزتهم من الأوراق المالية ، مما يؤدي بدوره إلي إنخفاض أسعار هذه الأوراق في السوق . وجدير بالذكر أن الأسهم العادية هي أكثر الأوراق المالية حساسية لمخاطر السوق . نظراً لإرتباط الربح الموزع بمستوي أرباح الشركة أكثرمن غيره من الأوراق المالية وخاصة السندات .

٣ - مخاطر التضخم :

ويقصد بذلك الجزء من المخاطر الكلية والذي يرجع إلي التغير في المستوي العام للأسعار . فإذا كان التغير في المستوي العام للأسعار يتجه إلي الإرتفاع – وغالباً مايكون كذلك – فإن ذلك يعني وجود حالة من التضخم . والعكس في حالة الإنكماش . ويظهر أثر التضخم في إنخفاض القوة الشرائية للنقود . حيث لايمكن لوحدة النقد ان تشتري نفس الكمية من السلع أو الخدمات التي كان يمكن أن تشتريها في الماضي عندما كان مستوي الأسعار أقل .

ويترتب علي وجود التضخم أن " العائد الحقيقي " للإستثمار يصبح أقل من " العائد الظاهري " للإستثمار . ويقصد بالعائد الظاهري معدل العائد الذي يحققه الإستثمار . أما العاىء الحقيقي فهو عائد هذا الإستثمار بعد الأخذ في الإعتبار أثر التضخم . وهنا يجب ملاحظة أن أثر التضخم يظهر بوضوح في حالة الإستثمار في السندات أوالأسهم الممتازة . وذلك لأن العائد علي هذه الأوراق ثابت ولايتغير بتغير مستوي الأسعار . أما عائد الأسهم العادية فيعتبر أقل تأثراً بالتضخم لأنه عائد غير محدد مسبقاً . وبالتالي فإن الإرتفاع في المستوي العام للأسعار يصحبه عادة إرتفاع في أسعار منتجات الشركة المصدرة للأسهم العادية . ويترتب علي ذلك زيادة حجم أرباح الشركة وبالتالي زيادة حجم الربح الموزع للأسهم العادية . وذلك بعد إستيفاء العائد الثابت لكل من السندات والأسهم الممتازة .

علي سبيل المثال إذا كان الإستثمار في سندات شركة معينة يحقق عائداً بنسبة ٩٪ في سنة معينة . وكان معدل التضخم في نفس السنة ٩٪ فإن العائد الحقيقي لهذا الإستثمار = ٠ . لأن إرتفاع مستوي الأسعار قد إلتهم عائد الإستثمار بالكامل . وبالطبع فإن الشخص لو إحتفظ بأمواله دون إستثمار - في ظل معدل تضخم ٩٪ - فمعني ذلك أن أمواله قد إنخفضت قيمتها بنسبه ٩٪ . أي أن أمواله تستطيع شراء ٩١٪ فقط ما كان يمكنها شراؤها في السنة السابقة .

ويمكن حساب العائد الحقيقي للإستثمار بإستخدام المعادلة الآتية :

$$ق = \frac{١ + ر}{١ + ت} - ١$$

حيث :

ق = العائد الحقيقي للإستثمار

ر = العائد الظاهري للإستثمار

ت = معدل التضخم

فإذا كان الإستثمار في سندات شركة معينة يحقق عائداً بنسبة ١٥٪ في سنة معينه . وكان معدل التضخم في نفسه السنة ٥٪ . فإن العائد الحقيقي لهذا

الإستثمار يتم حسابه كما يلي:

$$ق = \frac{١ + ٠,١٥}{١ + ٠,٠٥} - ١ = \frac{١,١٥}{١,٠٥} - ١ = ٠,٠٩٥ = ٩,٥٪ .$$

وبصفة عامة يمكن القول - على وجه التقريب - أن :

العائد الحقيق للإستثمار = العائد الظاهري - معدل التضخم

وفي المثال السابق يمكن القول أن :

العائد الحقيقي = ٠,١٥ - ٠,٠٥ = ٠,١٠ = ١٠٪ تقريباً

فإذا أردنا الإحتفاظ بالعائد الحقيقي لهذا الإستثمار عند مستوى ١٥٪ - وفي ظل معدل تضخم ٥٪ - فإن العائد الظاهري يجب أن يكون ٢٠٪ تقريباً ، أي أن:

العائد الظاهري = العائد الحقيقي + معدل التضخم

= ٠.١٥ + ٠,٠٥ = ٠,٢٠ = ٢٠٪ تقريباً

٤ - مخاطر سعر الفائدة :

تشير مخاطر سهر الفائدة إلي إمكانية إنخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية كنتيجة لتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق . وتجدر الإشارة هنا إلي أن مخاطر أسعار الفائدة تنعكس علي السندات أكثر من إنعكاسها علي أي نوع آخر من الأوراق المالية . ويرجع ذلك إلي أن السند يحمل سعر فائدة ثابت طوال فترة إستحقاقه . وتنعكس مخاطر أسعار الفائدة في حجم القنص - أو الزيادة - في سعر السند في السوق كنتيجة لتغير أسعار الفائدة السائة .وعندما يحدث هذا التغير في مستوي أسعار الفائدة فإن السؤال الذي يطرحه المستثمر علي نفسه هو : ماهو المبلغ الذي يجب أن يباع - أو يشتري - به السند في ظل المستوي الحالي لزسعار الفائدة ؟ والإجابة تتحدد بمعرفة أسعار الفائدة علي السندات المماثلة ، وكذلك الفترة المتبقية علي إستحقاق السند موضع الدراسة .

علي سبيل المثال إذا كان لدينا سند معين قيمته الإسمية ١٠٠ جنيه ويستحق كوبون (فائدة) سنوي ١٠ ٪ ، والفترة المتبقية حتي تاريخ إستحقاقه ٣ سنوات . وقد ظهرت السوق في الشهر الماضي سندات مماثلة ولكنها تعطي فائدة ١٢ ٪ سنوياً . ماهي القيمة السوقية لهذا السند ؟

في هذه الحالة نجد أن قيمة الكوبون للسند هي :

قيمة الكوبون = القيمة الإسمية للسند × نسبة الكوبون (سعر الفائدة علي السند)

= ١٠٠ × ٠,١٠ = ١٠ جنيه سنوياً

أما القيمة السوقية للسند فهي عبارة عن القيمة الحالية للكوبون السنوي حتي تاريخ الإستحقاق . ولكن في هذا التاريخ سوف يقوم المستثمر بإسترداد القيمة الإسمية للسند من الشركة المصدرة له . وبناء علي ذلك تكون القيمة السوقية (الحالية للقيمة الإسمية للسند .

∴ القيمة الحالية (السوقية) للسند =

$$= \frac{\text{ف}_1}{(1+\text{ر})} + \frac{\text{ف}_2}{(1+\text{ر})^2} + \frac{\text{ف}_3}{(1+\text{ر})^3} + \frac{\text{س}}{(1+\text{ر})^3}$$

حيث :

ف١ ، ف٢ ، ف٣ = قيمة الفائدة عن السنوات الثلاث علي التوالي

ر = سعر الفائدة السائد في السوق

س = القيمة الإسمية للسند

$$\text{القيمة الحالية للسند} = \frac{10}{(1+0.12)} + \frac{10}{(1+0.12)^2} + \frac{10}{(1+0.12)^3} + \frac{100}{(1+0.12)^3}$$

$$= \frac{10}{1.12} + \frac{10}{(1.12)^2} + \frac{10}{(1.12)^3} + \frac{100}{(1.12)^3}$$

$$= \frac{١٠}{١,١٢} + \frac{١٠}{(١,١٢)^{٢}} + \frac{١٠}{(١,١٢)^{٣}} + \frac{١٠٠}{(١,١٢)^{٣}}$$

= ٨,٩ + ٨ + ٧. ١ + ٧١,٤ = ٩٥,٤ جنيه

ومعنى ذلك أنه في ظل مستوي أسعار الفائدة الحالي - ١٢٪ - فإن القيمة الحقيقية لهذا السند هي ٩٥,٤ جنيه . وبعبارة أخري فإن إرتفاع أسعار الفائدة من ١٠٪ إلي ١٢٪ قد أدي إلي تخفيض قيمة السند من ١٠٠ جنيه إلي ٩٥,٤ جنيه.

من المعادلات السابقة يمكن أن نستنتج أن العمليات الحسابية تصبحأكثر تعقيداً كلما طالت الفترة الزمنية المتبقية حتي تاريخ إستحقاق السند . لذلك ظهرت " جداول القيمة الحالية " بهدف تقليل الوقت والجهود في الحسابات . وهذه الجداول تعطي القمية الحالية لجنيه واحد (وحدة نقد واحدة) في ظل أسعار فائدة (أسعار خصم) مختلفة ولفترات زمنية مختلفة . والقيمة الحالية لوحدة النقد هي مايعرف بـ " معامل القيمة الحالية " . حيث يمكن حساب القيمة الحالية لأي مبلغ عن طريق ضرب هذا المبلغ في معامل القيمة الحالية .

وبالتطبيق علي المثال السابق نجد أن كوبون السند يتم الحصول عليه سنوياً . وبالتالي نستخرج المعامل المناسب له من جدول القيمة الحالية لدفعه سنوية (لمبلغ معين لفترة معينة) . أما القيمة الإسمية للسند فيتم الحصول عليها مرة واحدة بعد عدد معين من السنوات . وبالتالي نستخرج معامل القيمة الحالية المناسبة لها من جدول القيمة الحالية لوحدة نقد واحدة (جنيه واحد) بعد عدد معين من السنوات .

.. معامل القيمة الحالية المناسب للكوبون السنوي - من جدول القيمة الحالية لدفعة سنوية - تحت سع فائدة (سعر خصم) ١٢٪ وأمام ٣ سنوات هو ٢,٤٠٢ . أما معامل القيمة الحالية المناسب للقيمة الإسمية - من جدول القيمة الحالية لجنيه واحد بعد عدد معين من السنوات - تحت سعر

خصم (سعر فائدة) ١٢٪ وأمام السنة رقم ٣ هو ٠,٧١٢.

.. القيمة الحالة للكوبون السنوي = قيمة الكوبون × معامل القيمة الحالية المناسب له

= ١٠ × ٢,٣٠٢ = ٢٤,٠٢

القيمة الحالية للقيمة الإسمية للسند = القيمة الإسمية × معامل القيمة الحالية المناسب لها

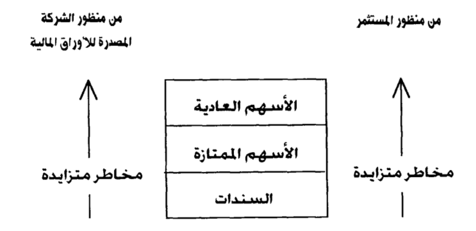
= ١٠٠ × ٧١,٢ = ٧١,٢

.. القيمة الحالة للسند = القيمة الحالية للكوبون + القيمة الحالية للقيمة الإسمية

= ٢٤,٠٢ + ٧١,٢ = ٩٥,٢٢ جنيه

وهذا الرقم قريب جداً من الرقم السابق حسابه، والفرق بسيط بينهما سببه عمليات تقريب الكسور.

وبصفة عامة يمكن ترتيب الأوراق المالية المختلفة من حيث المخاطرة المرتبطة بها من منظور كل من المستثمر والشركة المصدرة لهذه الأوراق كما في الشكل التالي:



ترتيب الأوراق المالية من حيث المخاطر المرتبطة بها . من منظور كل من المستثمر والشركة المصدرة لهذه الأوراق .

مصطلحات

Bear Market	سوق هابطة
Bull Market	سوق صاعدة
Capital Gains	أرباح رأسمالية
Capital Losses	خسائر رأسمالية
Compound Inerest	فائدة مركبة
Coupon	عائد السند (الكوبون)
Coupon Rate	سعر الفائدة علي السند (معدل الكوبون)
Current Yield	العائد الجاري
Discount Rate	سعر الخصم
Expected Rate of Return	معدل العائد المتوقع
Expected Return	العائد المتوقع
FaceValue ; Par Value	قيمة إسمية
Growth Rate	معدل النمو
Inflation Risk	مخاطر التضخم
Interest-Rate Risk	مخاطر سعر الفائدة
Market Risk	مخاطرالسوق
Market Value	القيمة الإسمية
Maturity Date	تاريخ الإستحقاق
Nominal Rate of Return	معدل العائد الظاهري
Obsolescence	تقادم
Obsolescent	متقادم
Opportunity Cost	تكلفة الفرصة الضائعة (البديلة)
Present Value	قيمة حالية
Price/Earning Ration (P/E/Ratio)	معدل السعر /الربح
Rate of Return	معدل العائد
Real Rate of Return	معدل العائد الحقيقي
Risk	مخاطرة
Risk Premium	علاوة مخاطرة
Time Value	قيمة زمنية
Yield to Maturity	العائد حتي تاريخ الإستحقاق

تطبيقات

أولاً: أي العبارات الآتية صواب؟ وأيها خطأ؟ ولماذا؟

١ - يمكن القول أن القيمة الحالية هي عكس الفائدة المركبة .

٢ - يتصف العائد الجاري للسند بالثبات مهما إختلفت القيمة السوقية للسند .

٣ - العائد حتي تاريخ الإستحقاق يساوي العائد السنوي بالإضافة إل القيمة الإسمية للسند .

٤ - هناك تناسب عكسي بين ثمن شراء السند - بالمقارنة مع القيمة الإسمية - والعائد حتي تاريخ الإستحقاق .

٥ - يحصل السهم الممتاز علي عائد ثابت كنسبة مئوية ، ولكن قيمة هذا العائد تتوقف علي القيمة السوقية للسهم .

٦ - يمثل الربح المستحقق للأسهم الممتازة إلتزاماً قانونياً علي الشركة .

٧ - عادة مايكون عائد السهم الممتاز أعلي سعر الفائدة علي السندات التي تصدرها نفس الشركة.

٨ - يتحمل أصحاب الأسهم العادية مخاطر أكبر مما يتحمله أصحاب كل من الأسهم الممتازة والسندات .

٩ - يتمثل عائد السهم العادي في الربح الموزع للسهم بالنسبة إلي ثمن شراء السهم .

١٠ - تتحدد قيمة السهم العادي بناء علي الربح الموزع ومعدل نمو هذا الربح .

١١ - تتمثل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية في إمكانية عدم تحقيق عائد هذه من الأوراق .

١٢ - تعتبر مخاطر الإدارة من المخاطر التي يمكن للشركة أن تتجنبها أو تقلل منها .

١٣ - يمكن توقع مخاطر السوق عن طريق ملاحظة حالات الكساد التي يتعرض لها إقتصاد الدولة .

١٤ - يظهر أثر التضخم واضحاً علي عائد السندات أكثر منه علي عائد الأسهم العادية .

١٥ - تعتمد القيمة السوقية للسندات علي أسعار الفائدة السائدة في السوق .

١٦ - يمكن القول - بصفة عامة - أن السندات هي أقل الأوراق المالية مخاطرة وأقلها عائد بالنسبة للمستثمر .

ثانياً: تدريبات عملية :

١ - يمتلك أحد المستثمرين ١٨ سند مشتراه منذ ٥ سنوات بقيمة إسمية ١١٠ جنيه لكل منها كوبون ١٠٪ . ونظراً لإرتفاع أسعار الفائدة فلم يتمكن من بيع هذه السندات إلا بمبلغ ١٨٠٠ جيه . كم يبغ العائد حتي تايخ الإستحقاق إذا كانت فترة إستحقاق هذه السندات ١٥ سنه ؟ .

٢ - إشتري أحد المستثمرين عدداً من أسهم إحدي الشركات بمبلغ ١٢٠ جنيه للسهم الواحد . والمطلوب حساب كل من معدل العائد المتوقعومعدل السعر/الربح إذا علمت الآتي :

- عدد أسهم الشركة ١٠٠٠ سهم .

- يمكن أن يباع السهم في العام القادم بمبلغ ١٣٠ جنيه .

- صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العالية - بعد سداد توزيعات الأسهم الممتازة ١٥٠٠٠ جنيه . قامت الشركة بتوزيع ٦٠٠٠ جنيه منها علي المساهمين .

- من المتوقع أن ينمو الربح الموزع بنسبة ٢٪ سنوياً .

٣ - يمتلك أحد الأشخاص مجموعة من السندات التي تحمل سعر فائدة ١٢٪ . فإذا علمت أن معدل التضخم هذا العام ٤٪ . كم يبلغ العائد الحقيقي لهذه

السندات ؟ وإذا أراد هذا الشخص أن يحقق عائد صافي ١٢٪ - بعد إستبعاد أثر التضخم - فكم يكون العائد الذي يجب أن يحصل عليه من إستثمار أمواله ؟

٤ - إذا كان لديك سند إشتريته منذ ست سنوات بقيمة إسمية ٨٥ جنيه وكوبون ١٣٪ .ولكن سعر الفائدة السائد في السوق أصبح هذا العا ١٥٪ ماهو المبلغ الذي يمكنك أن تبيع به هذا السند علماً بأن فترة إستحقاقه عشر سنوات .

تحديد العائد المطلوب

في هذا الجزء سوف يكون التركيز علي علاقة العائد بالمخاطرة . بمعني تحديد العائد المطلوب تحقيقه من إستثمار معين إستناداً إلي درجة المخاطرة التي يحويها هذا الإستثمار . والمخاطرة المقصودة هنا هي المخاطرة الكلية للإستثمار . أي ناتج تفاعل الأنواع الفرعية للمخاطر والتي سبقت الإشارة إليها بحيث تنتج هذه المخاطرة الكلية . ويمكن تقسيم المخاطرة الكلية لإستثمار معين إلي مجموعتين هما :

- المخاطر المنتظمة " المخاطر التي لايمكن تلافيها " : وهي المخاطر التي تتعرض لها جميع الإستثمارات داخل الدولة . ومنها حالات الكساد التي قد يتعرض لها إقتصاد الدولة . تغير القوانين والقرارات التي تمس أنشطة مختلف الوحدات الإقتصادية داخل الدولة . حالات التضخم .
- المخاطر غير المنتظمة " المخاطر التي يمكن تلافيها " : وهي المخاطر التي تتعرض لها شركة معينة . مثل ظهور منافس قوي أو ظهور إختراع جديد يؤدي إلي تقادم منتج أو منتجات الشركة .

∴ المخاطر الكلية للإستثمار = المخاطر المنتظمة + المخاطر غير المنتظمة

وإذا كان هدف المستثمر هو تحقيق أكبر عائد علي أمواله فإنه قد يستثمر هذه الأموال في مجالات ذات مخاطر عالية . بمعني أن هناك إحتمال عدم تحقيق عائد من هذه الإستثمارات وربما تحقيق خسائر . أما إذا كان المستثمر لايحب المخاطرة فإنه قد يلجأ إلي مجالات الإستثمار المضمونة " أي التي تنعدم فيها المخاطرة تقريباً " . مثل أذون الخزانة أو السندات الحكومية . ومعني ذلك أن العائد والمخاطرة مرتبطان إرتباطاً وثيقاً .

أي أن العائد المرتفع يتحقق من الإستثمارات ذات المخاطر العالية ، وعلي العكس نجد أن الإستثمارات المضمونة أو ذات المخاطر المحدودة تحقق عائداً منخفضاً نسبياً .

١ - قياس المخاطرة :

عند المفاضلة بين عدة أنواع من الأوراق المالية أو عدة مجالات للإستثمار بصفة عامة فإنه من المفضل قياس درجة المخاطرة في كل منها علي حده . والسبب في ذلك هو أن كثيراً من المستثمرين لايميلون إلي الإستثمارات ذات المخاطر العالية حتي وإن كانت تحقق عائد مرتفع . ويفيد قياس المخاطرة في ترتيب الإستثمارات المتاحة طبقاً لدرجة المخاطرة المرتبطة بكل منها ، مما يمكن المستثمر من إختيار مايناسبه منها ، ويتم قياس المخاطرة بإستخدام الأساليب الإحصائية المعروفة ، كما يتضح من المثال التالي :

يريد أحد الأشخاص إستثمار أمواله في شراء أسهم من البورصة ، ووجد أمامه بديلين أسهم الشركة أ وأسهم الشركة ب ولما كانت أحوال السوق لاتستقر عند وضع معين طوال الوقت فإن هذه الأحوال إما أن تكون مواتية أو غير مواتية ، وبالطبع فإن عائد الإستثمار يختلف طبقاً لهذه الأحوال وبعبارة أخري فإنه إذا كانت أحوال السوق جيدة فسوف يكون العائد علي الإستثمار مرتفعاً ، والعكس في الأحوال السيئة ، وفيما يلي توقعات العائد علي الإستثمار في هذين النوعين من الأسهم في ظل الأحوال المختلفة للسوق وإحتمالات حدوثها .

أحوال السوق	إحتمالات حدوثها	عائد السهم أ	عائد السهم ب
جيدة	٢٠٪	٤٠٪	٣٠٪
عادية	٦٠٪	٢٥٪	٢٠٪
سيئة	٢٠٪	صفر	١٠٪

وهنا يمكن بمجرد النظر إلي الأرقام تحديد أي من السهمين يحمل مخاطر أكثر من الآخر ، وذلك عن طريق التعرف علي المدي والذي يمثل الفرق بين أعلي قيمة وأقل قيمة للعائد . فبالنسبة للسهم " أ " نجد أن أفضل عائد يحققه هو ٤٠٪ وأقل عائد صفر ، وبالنسبة للسهم " ب " نجد أن أفضل عائد يحققه هو ٣٠٪ وأقل عائد ١٠٪ أي أن المدي للسهم " أ " أكبر من السهم " ب " ، ومعني ذلك أن الأول أكثر مخاطرة من الثاني ، وحتي يكون القياس أكثر تحديداً فإنه يجب حساب كلاً من الإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف لكل سهم علي حده ، والإنحراف المعياري هو مقياس إحصائي يوضح درجة إنحراف العوائد المستقبلية للإستثمار عن القيمة المتوقعة لهذه العوائد ، ومعامل الإختلاف هو مقياس للمخاطرة بالنسبة لكل وحدة من العائد والقيمة المتوقعة للعائد من إستثمار معين هي مجموع حاصل ضرب العوائد المحتملة في الإحتمالات المقابلة لها ، كما يتضح من الجدول التالي :

حساب القيمة المتوقعة للعائد من السهمين " أ ، ب "

أحوال السوق	ح	السهم « أ »		السهم « ب »	
		ع	ق = ح x ع	ع	ق = ح x ع
جيدة	٪٢٠	٪٤٠	٪٨	٪٣٠	٪٦
عادية	٪٦٠	٪٢٥	٪١٥	٪٢٠	٪١٢
سيئة	٪٢٠	صفر	صفر	٪١٠	٪٢
	٪١٠٠		٪٢٣		٪٢٠

. . ق = مج " ع × ح "

حيث : ق = القيمة المتوقعة للعائد من السهم

ع = عائد السهم

ح = إحتمالات حدوث أحوال السوق المختلفة

. . ق = ٢٣٪ للسهم " أ " و ٢٠٪ للسهم " ب " .

ومعني ذلك أن السهم " أ " يمكن أن يحقق عائد قدره ٢٣٪ في المتوسط والسهم " ب " يمكن أن يحقق عائد قدره ٢٠٪ في المتوسط وبعد ذلك يمكن حساب الإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف لعائد كل سهم علي حدة بإتباع الخطوات الآتية :

- حساب إنحراف كل من العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة لهذه العوائد .
- حساب مربع هذه الإنحرافات .
- ضرب مربع الإنحرافات في الإحتمالات المقابلة لها .
- إيجاد حاصل جمع الخطوة السابقة " التباين " .
- حساب الجذر التربيعي للخطوة السابقة " الإنحراف المعياري " .
- قسمة الإنحراف المعياري علي القيمة المتوقعة للعائد " معامل الإختلاف " .

والجدول التالي يوضح هذه الحسابات :

أحوال السوق	ح	السهم « أ »			السهم « ب »		
		ع-ق	(ع-ق)٢	(ع-ق)٢×ح	ع-ق	(ع-ق)٢	(ع-ق)٢×ح
جيدة	,٢٠	٤٠ر - ٢٣ر = ١٧ر	٠٢٩ر	٠٠٥٨ر	٣٠ر - ٢٠ر = ١٠ر	٠١ر	٠٠٢ر
عادية	,٦٠	٢٥ر - ٢٣ر = ٠٢ر	٠٠٠٤ر	٠٠٠٢٤ر	٢٠ر - ٢٠ر = صفر	صفر	صفر
سيئة	,٢٠	صفر - ٢٣ر = -٢٣ر	٠٥٣ر	٠١٠٦ر	١٠ر - ٢٠ر = -١٠ر	٠١ر	٠٠٢ر
	١			٠١٦٦٤ر			٠٠٤ر

∴ σ^2 = مج " ع - ق "٢ × ح

σ = $\sqrt{\text{مج " ع - ق "٢ × ح}}$

حيث : σ^2 = التباين

σ = الإنحراف المعياري .

∴ σ^2 " أ " = ٠,١٦٦٤ σ^2 " ب " = ٠,٠٠٤

σ " أ " = ٠,١٦٦٤ = ٠,١٢٩ = ١٢,٩٪

σ " ب " = ٠,٠٠٤ = ٠,٠٦٣ = ٦,٣٪

وحيث أن الإنحراف المعياري للسهم " ب " أقل منه للسهم " أ " . إذن السهم " ب " أفضل لأنه أقل مخاطرة من السهم " أ " أما معامل الإختلاف " خ " فإنه يحسب كما يلي :

خ = $\frac{\text{الإنحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة للعائد}}$ = $\frac{\sigma}{\text{ق}}$

∴ خ « أ » = $\frac{٠,١٢٩}{٠,٢٣}$ = ٠,٥٦١ ، خ « ب » = $\frac{٠,٠٦٣}{٠,٢٠}$ = ٠,٣١٥

يتضح من هذه الأرقام أيضاً أن السهم « ب » أفضل من السهم « أ » لأن معامل الإختلاف للأول أقل منه للثاني ، وتفسير ذلك كما يلي :

- بالنسبة للسهم « أ » نجد أن المخاطرة لكل وحدة من العائد = ٠.٥٦١ وحيث أن العائد هنا معبر عنه كنسبة مئوية ، فمعني ذلك أن كل ١٪ من العائد الفعلي يمكن أن يزيد أو يقل عن كل ١٪ عائد متوقع بمقدار ٠.٥٦١ وحيث أن القيمة المتوقعة لعائد السهم « أ » هي ٢٣٪ ، فمعني ذلك أن العائد الفعلي لهذا السهم يمكن أن يكون أكبر أو أقل من ٢٣٪ بمقدار حاصل ضرب معامل الإختلاف في هذه النسبة . أي أن العائد الفعلي يمكن أن يكون ٢٣٪ ± ٥٦١ر × ٢٣٪ أي ٢٣٪ ± ٩ر١٢٪ وهذا الرقم الأخير هو نفسه الإنحراف المعياري لعائد السهم « أ » .

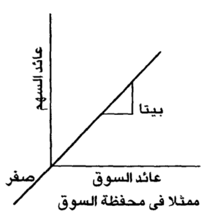
- نفس الشئ ينطبق علي السهم « ب » حيث أن القيمة المتوقعة للعائد منه هي ٢٠٪ . وبالتالي فإن العائد الفعلي لهذا السهم يمكن أن يكون أكبر أو أقل من ٢٠٪ بمقدار ٢٠٪ × ٣١٥ر أي أن العائد الفعلي للسهم « ب » يمكن أن يكون ٢٠٪ ± ٣١٥ر× ٢٠٪ أي ٢٠٪ ± ٣ر٦٪ . وهذا الرقم الأخير هو نفسه الإنحراف المعياري لعائد السهم « ب » .

ويفيد كل من الإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف كمقياس للمخاطرة في ترتيب الإستثمارات المختلفة من حيث درجة المخاطرة في كل منها . ولكنه لايصلح كمقياس

دقيق لتحديد العائد المطلوب تحقيقه من إستثمار معين . لذلك فإنه من الضروري إستخدام مقياس للمخاطرة يصلح لتحديد معدل العائد المطلوب بشكل أكثر دقة .

٢ - تحديد معدل العائد المطلوب :

يمكن تحديد معدل العائد المطلوب بالنسبة لإستثمار معين عن طريق ما يعرف بـ "معامل بيتا" وهذا المعامل عبارة عن مقياس للمخاطر المنتظمة ، والتي يطلق عليها أحياناً مخاطر السوق نظراً لأنها تتعلق بجميع الأوراق المالية المتداولة في السوق . ويمكن تقدير معامل بيتا بإستخدام البيانات التاريخية لكل من عائد السهم موضع الدراسة وعائد السوق ، أو مايطلق عليه "محفظة السوق" عائد كل منهما عن خمس سنوات أو أكثر وعن طريق تحليل الإنحدار لكل من عائد السهم وعائد السوق يمكن تقدير معامل بيتا لهذا السهم ، كما يتضح من الشكل التالي :



تقدير معامل بيتا

عن طريق الإنحدار

من الشكل السابق يتضح أن الإنحدار يمثل معامل بيتا للسهم موضع الدراسة ، ويعني ذلك مقدار التغير في عائد السهم مقابل تغيير معين في عائد محفظة السوق . وحيث أن التغير في العائد يعبر عن المخاطرة فإن قيمة بيتا تمثل درجة المخاطرة النسبية للسهم ، أي بالمقارنة مع مخاطرة محفظة السوق ويمكن تلخيص هذه العلاقة فى الجدول التالى :

قيمة بيتا	دلالتها
أكبر من ١	السهم أكثر مخاطرة من محفظة السوق ، وبالتالى يجب أن يحقق معدل عائد أعلى مما تحققه هذه المحفظة .
تساوى ١	السهم يحوى مخاطر مساوية لما تحويه محفظة السوق ، وبالتالى يجب أن يحقق معدل عائد مساوى لما تحققه هذه المحفظة .
أقل من ١	السهم أقل مخاطرة من محفظة السوق ، وبالتالى فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم سوف يكون أقل من معدل العائد على محفظة السوق .

ويتم حساب قيمة معامل بيتا بالمعادلة الآتية :

$$\text{بيتا} = \delta_{\text{هـ س}} \times \frac{\sigma_{\text{هـ}}}{\sigma_{\text{س}}}$$

δ هـ س = معامل الإرتباط بين عائد السهم وعائد السوق « عائد محفظة السوق » .

σ هـ = الإنحراف المعيارى لعائد السهم .

σ س = الإنحراف المعيارى لعائد السوق .

فإذا كان الإنحراف المعيارى للعائد من سهم معين = ١٠٪ والإنحراف المعيارى للعائد على محفظة السوق = ٨٪ ، ومعامل الإرتباط بين عائد السهم وعائد محفظة السوق = ٠,٤٠

$$\therefore \text{معامل بيتا} = ٠,٤٠ \times \frac{٠,١٠}{٠,٠٨} = ٠,٥٠$$

وحيث أن هذا المعامل يقيس درجة حساسية عائد السهم للتغير في عائد السوق ، فإنه إذا كان معامل بيتا = ٥٠ر فمعني ذلك أنه إذا تغير عائد السوق إلي أعلي أو إلي أسفل بمقدار ١٪ فسوف يتغير عائد هذا السهم بمقدار ٥ر٪ وبنفس المنطق فإنه إذا كان معامل بيتا للسهم = ١ فمعني ذلك أنه إذا تغير عائد السوق بمقدار ١٪ فسوف يتغير عائد هذا السهم بمقدار ١٪ أيضاً أما إذا كان معامل بيتا للسهم = ٢ فمعني ذلك أنه إذا تغير عائد السوق بمقدار ١٪ فسوف يتغير عائد هذا السهم بمقدار ٢٪ .

ويستخدم معامل بيتا في تحديد معدل العائد المطلوب علي إستثمار معين عن طريق النموذج الرياضي المعروف باسم " نموذج تسعير الأصول الرأسمالية " Capital Asset Pricing Model CAPM وهذا النموذج هو

ع ط = ع خ + " ع س - ع خ " × بيتا

حيث :

ع ط = معدل العائد المطلوب .

ع خ = معدل العائد الخالي من المخاطرة " أي معدل العائد علي إستثمار خالي من المخاطرة مثل أذون الخزانة " .

ع س = معدل العائد المتوقع علي محفظة السوق .

وهنا يلاحظ أن (" ع س - ع خ " بيتا) يمثل علاوة مخاطرة وعلاوة المخاطرة معناها العائد الإضافي " فوق العائد الخالي من المخاطرة " والذي يطلبه المستثمر لكي يستثمر أمواله في أصل معين أو في سهم معين .

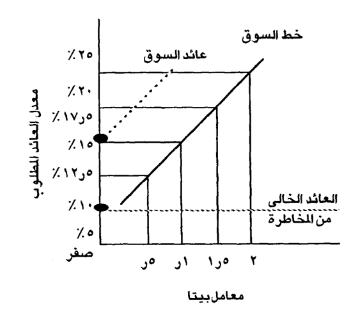
فإذا كان معامل بيتا لسهم معين ٥٠ر والعائد علي أذون الخزانة ١٠٪ ، والعائد علي محفظة السوق ١٥٪ ، فإن العائد المطلوب علي هذا السهم هو :

معدل العائد المطلوب = ١٠ر + " ١٥ر - ١٠ر " × ٥٠ر

= ١٠ر + ٠٥ر × ٥٠ر

= ١٠ر + ٠٢٥ر = ١٢٥ر = ١٢٫٥ ٪

أي أن هذا السهم يجب أن يحقق معدل عائد لايقل عن ١٢٫٥٪ حتي يقبل المستثمر شراؤه . وهنا يلاحظ أن معدل العائد المطلوب علي السهم أقل من معدل العائد علي محفظة السوق لأن معامل بيتا لهذا السهم أقل من واحد صحيح ويمكن توضيح العلاقة بين معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب علي سهم معين بما يعرف بـ " خط السوق " . كما في الشكل الآتي :



العلاقة بين معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب

يتضح من الشكل السابق مايلي :

– أن علاوة المخاطر تتمثل في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة مضروباً في معامل بيتا (" ١٥٪ – ١٠٪ " × " ٥٠ر " = ٥ر٢٪) .

– إذا كان معامل بيتا أقل من واحد صحيح « ٥٠ر في هذه الحالة ، فإن معدل العائد المطلوب « ٥ر١٢٪ » يصبح أقل من عائد السوق « ١٥٪ » .

– إذا كان معامل بيتا يساوى واحد صحيح فإن معدل العائد المطلوب يساوى عائد السوق « ١٥٪ » .

– كلما زاد معامل بيتا عن واحد صحيح كلما زاد معدل العائد المطلوب عن عائد السوق « عائد ٥ر١٧٪ ، ٢٠٪ مقابل بيتا ٥ر١ ، ٢ على التوالى » .

– إذا كان معامل بيتا لسهم معين = صفر فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم يساوى معدل العائد الخالى من المخاطرة .



مائة وتسعة عشر مهارة مقسمة إلى مناهج تدريبية متكاملة
مادة تدريبية علمية فائقة التخصص تم إعدادها في مجموعات للتقديم مباشرة تغطي معظم الإحتياجات التدريبية

المهارات الرئيسية

- ١٠/١ منهج الإدارة العليا (٦ أجزاء)
- ١٠/٢ منهج المهارات القيادية (٩ أجزاء)
- ١٠/٣ منهج المهارات الإشرافية (٩ أجزاء)
- ١٠/٤ منهج المهارات الإدارية (١٠ أجزاء)
- ١٠/٥ منهج المدير الفعّال (٩ أجزاء)
- ١٠/٦ منهج المهارات السلوكية (٥ أجزاء)
- ١٠/٧ منهج النظم والأساليب (٦ أجزاء)

المهارات التخصصية

- ١٠/٨ منهج مهارات التدريب (٦ أجزاء)
- ١٠/٩ منهج تنمية الموارد البشرية (٧ أجزاء)
- ١٠/١٠ منهج مهارات السكرتارية (١٠ أجزاء)
- ١٠/١١ منهج مهارات التسويق والبيع (٨ أجزاء)
- ١٠/١٢ منهج المهارات المالية والمحاسبية:
  - ١٠/١٢/١ الأساسية (٦ أجزاء)
  - ١٠/١٢/٢ المتقدمة (٦ أجزاء)
  - ١٠/١٢/٣ المتخصصة (٧ أجزاء)
- ١٠/١٣ منهج المهارات التخصصية (١٥ جزء)

أطلبها الآن :

- كل منهج في غلاف منفصل وشامل التمارين والحالات العملية.
- مجموعة متميزة من الإستقصاءات ومقاييس الإتجاهات السلوكية ونماذج التفريغ الخاصة بها.
- نقترح عليك أن تحصل عليها في مناهج متكاملة لمجموعات التدريب المتخصصة.





مركز الخبرات المهنية للإدارة Professional Management Expertise Center

٢٣ شارع عامر - ميدان المساحة - الدقي - جيزة - جمهورية مصر العربية رمز بريدي ١٢٣١١ صندوق البريد ٣٣٨ الأورمان
هاتف/ فاكس: ٣٣٦٧٩٦٠ (٢٠٢) - ٧٦١٠٣٩٨ (٢٠٢) - ٧٦١٠٣١٧ (٢٠٢)

البريد الإلكتروني: pmec@idsc.net.eg موقعنا على الإنترنت www.pmec.com.eg